

La Répartition Mondiale de l'Or

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

soutenu publiquement

le 6 Décembre 1932, à 14 Heures

PAR

Jacques BASCHWITZ

Né à Paris le 20 Mai 1910

Président : M. Roger PICARD.

Suffragants : M. RIST.

M. AFTALION.

ASSOCIATION DES HAUTES ÉTUDES

28, Rue de Sévigné, PARIS

1932

La Répartition Mondiale de l'Or

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

soutenu publiquement

le 6 Décembre 1932, à 14 Heures

PAR

Jacques BASCHWITZ

Né à Paris le 20 Mai 1910

Président : M. Roger PICARD.

Suffragants : M. RIST.

M. AFTALION.

ASSOCIATION DES HAUTES ETUDES
28, Rue de Sévigné, PARIS (4°)

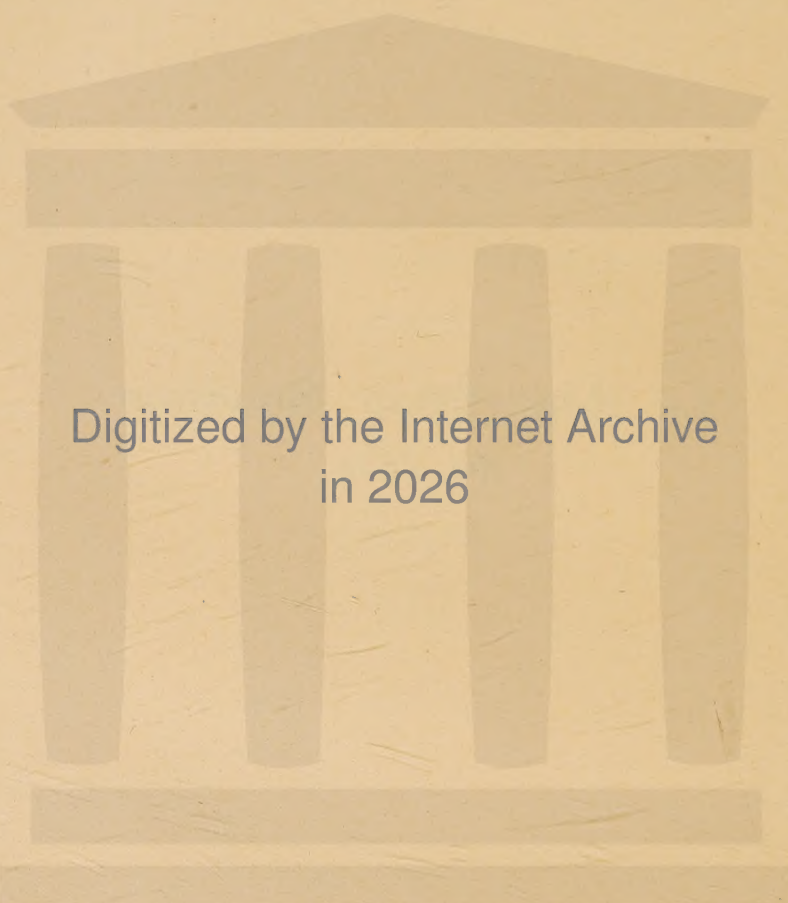
1932

* 29606.

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation
aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent
être considérées comme propres à leurs auteurs.



**La Répartition Mondiale
de l'Or**



Digitized by the Internet Archive
in 2026

INTRODUCTION

Les problèmes monétaires, ardemment discutés depuis la guerre, ont pris, au cours des dernières années, une importance nouvelle ; tandis que les monnaies dévaluées étaient presque toutes redevenues convertibles, la crise économique et monétaire a attiré l'attention sur un autre point : l'inégale répartition de l'or entre les différents pays. Naguère, théoriciens et gouvernants cherchaient les moyens de rétablir la convertibilité en or des monnaies européennes ; à l'heure actuelle, surtout depuis la chute de la livre sterling, c'est le système de l'étalon-or lui-même qui est critiqué et auquel on préfère parfois la monnaie dirigée inconvertible.

La crise actuelle, soutient-on, ne peut pas s'expliquer par le phénomène de la surproduction ; il est normal que le rythme de la production s'accroisse chaque année, et l'augmentation de la quantité des produits ne peut que donner naissance à des échanges plus nombreux. Si ces échanges ne peuvent pas s'effectuer, c'est que la monnaie, intermédiaire nécessaire, n'existe pas en quantité suffisante dans certains pays. La France et les Etats-Unis, riches en or, « stérilisent » leur encaisse, tandis que les autres pays n'ont pas assez d'or pour créer les disponibilités monétaires suffisantes. Un déséquilibre se produit, les prix baissent et la crise éclate.

Il s'agit là d'une idée nouvelle, très différente de celle qui était admise autrefois et qui, aujourd'hui encore, est considérée comme juste en période normale. La distribution de l'or, disait-on, reste sensiblement constante grâce au jeu de la balance des comptes. Si l'or vient à sortir, la circulation monétaire se restreint et les prix baissent ; les exportations sont alors stimulées, la balance commerciale et la balance des comptes deviennent favorables, et l'or a de nouveau tendance à entrer. A l'inverse, si l'or afflue, la circulation monétaire s'accroît et les prix s'élèvent, la balance commerciale devient défavorable et l'or a tendance à sortir.

Telle est, dans ses grandes lignes, la théorie classique ; il est clair que sa justification pose de nombreux problèmes. Tout d'abord, est-il exact que les mouvements de l'or dépendent de la balance des comptes ? Que faut-il entendre par là ? Quelles sont, en d'autres termes, les causes de variation de l'encaisse des banques d'émission ? Question généralement négligée et qui est en réalité la plus importante. En outre, les prix varient-ils en fonction de la quantité de monnaie en circulation ? Est-il exact que la somme des disponibilités monétaires d'un pays dépend de l'encaisse de sa banque d'émission ? D'une manière générale, c'est tout le problème de la monnaie et des prix qui se pose.

C'est sous cet aspect que sir Henry Strakosch qui, un des premiers a attiré l'attention sur les effets de la répartition de l'or, présente son argumentation. Dans son mémoire sur L'Or et le Niveau des Prix, il montre l'avantage des prix stables ou de la hausse des prix qui, selon lui, représente le progrès économique, Il admet que les prix dépendent de la quantité de monnaie en circulation et il affirme la nécessité d'une politique monétaire destinée à soutenir les prix, et d'une meilleure répartition de l'or entre les différents pays. Allant plus loin, de nombreux financiers anglais tirent du même raisonnement la conclusion extrême : il est nécessaire d'abandonner l'étalon-or

afin de pouvoir diriger la monnaie et, par conséquent, agir sur les prix.

Etudier les rapports de la monnaie et du niveau des prix, ce n'est pas instruire, une fois de plus, le procès de la théorie quantitative ; la question est beaucoup plus générale. Admettant un instant que les prix dépendent exactement de la quantité de monnaie en circulation : il resterait à déterminer de quoi dépend celle-ci ; est-ce de l'encaisse-or de la banque d'émission ? Est-ce du revenu des particuliers ? Il serait possible d'envisager la question sous cet aspect ; mais il est préférable de laisser de côté toutes les théories, de partir des faits et d'éviter les généralisations prématurées.

On recherchera donc objectivement quelle est la structure du système de l'étalon-or, quelles sont les causes et quels sont les effets des déplacements de métal précieux ; si l'histoire monétaire des dernières années permet de dégager l'influence de la répartition de l'or sur les prix et sur la production ; ce n'est qu'après cette étude que l'on pourra rechercher en connaissance de cause les transformations ou, plus simplement, les améliorations qui paraîtront nécessaires.

PREMIERE PARTIE

CAUSES ET EFFETS DE LA REPARTITION DE L'OR

CHAPITRE PREMIER

LES CAUSES DES DÉPLACEMENTS D'OR

Le retour de la plupart des pays à l'étalon-or, puis la crise monétaire de 1930-1931 expliquent l'importance des déplacements d'or au cours des dernières années. Pour citer Comité financier de la S. D. N., au cours des cinq années quelques chiffres donnés par la Délégation de l'Or du de 1925 à 1930, l'encaisse des principales banques d'émission a subi les variations suivantes en millions de dollars :

Allemagne	+	241
Belgique	+	138
France	+	1388
Royaume-Uni	+	18
Etats-Unis	+	240

Lorsque la crise de la livre sterling a éclaté, l'amplitude des variations est devenue beaucoup plus grande et les chiffres ont été les suivants, d'après l'*Economist*, pour la période du 19 septembre au 17 octobre 1931, en millions de dollars :

Allemagne	— 51
France	+ 139
Etats-Unis	— 650
Pays-Bas	+ 132
Suisse	+ 171

Plaçons en regard de ces données la production annuelle du métal-or en Afrique du Sud, soit 200 à 300 millions de dollars par an environ : les déplacements d'or entre les différents pays dépassent de loin la production du métal.

Est-ce à dire que cette dernière n'ait pas d'influence ? Ce serait évidemment inexact ; l'or extrait permet au pays producteur de faire face à des paiements extérieurs ; ceci est particulièrement important pour la Grande-Bretagne, dont les dominions sont les principaux producteurs d'or.

A la longue, le stock d'or mondial pourra varier et l'on s'est demandé si une diminution des réserves métalliques, par rapport au volume des transactions, était à envisager ; on craignait une insuffisance de monnaie par rapport aux échanges et, par conséquent, une baisse générale des prix.

La question a été très discutée, mais elle a perdu une grande partie de son intérêt lorsque les prix de gros ont baissé dans les proportions que l'on connaît.

On peut assimiler à la production d'or l'emploi comme monnaie du métal ayant servi à des usages non monétaires. Encore que, le plus souvent, les industries de l'or consomment une quantité de métal à peu près constante, des

modifications peuvent se produire ; c'est ainsi que lors de la chute de la livre sterling, une partie de l'or thésaurisé en Extrême-Orient et dans l'Inde a été portée par ses détenteurs sur le marché monétaire, déjouant ainsi les calculs des statisticiens. C'est là, il est vrai, un fait exceptionnel.

La plupart des modifications de l'encaisse métallique des banques d'émission doivent être attribuées au jeu de l'offre et de la demande de chaque devise. L'or a tendance à sortir d'un pays lorsque le change national est offert, et que le cours du change atteint le gold-point de sortie ; il afflue, au contraire, lorsque le cours de la monnaie nationale atteint le point d'entrée. Tout facteur agissant sur le change sera par conséquent de nature à entraîner des mouvements d'or.

Le cours du change varie par suite de la conversion en monnaie nationale de devises étrangères, ou réciproquement, de la part de la banque d'émission, des banques privées ou des particuliers. Dans les pays qui pratiquent le système de l'étalon de change-or, et dans ceux qui, tout en ayant adopté le régime de l'étalon-or lingots, admettent les devises comme couverture de leur circulation monétaire, la banque d'émission peut désirer convertir en or une partie de ses devises ; c'est ainsi que la Banque de France a voulu se constituer une forte réserve d'or et se débarrasser de ses créances sur l'étranger ; c'est ainsi également qu'au moment de la chute de la livre sterling, la plupart des banques d'émission ont cherché à convertir en or leurs avoirs à l'étranger. Il en est de même lorsque les banques privées ou les particuliers transforment en monnaie nationale leurs devises étrangères ou inversement.

Les devises dont il s'agit peuvent provenir de sources différentes : ou bien ce sont des fonds placés en monnaie étrangère, que l'on rapatrie ; ou bien ce sont des créances

que l'on convertit immédiatement; en d'autres termes, les opérations de change proviennent aussi bien du jeu des placements d'un pays à un autre que du total des créances et des dettes, c'est-à-dire de la balance des revenus. Les créances sur l'étranger peuvent servir à des placements à l'étranger, comme, à l'inverse, les opérations de change ne sont pas toutes la conséquence d'excédents ou de déficits de la balance des comptes.

Avant la guerre, les excédents de la balance des comptes étaient rapatriés rapidement; les créanciers français, par exemple, convertissaient en francs leurs livres ou leurs dollars, quitte à souscrire en francs à une émission étrangère; actuellement au contraire, les créances sur l'étranger sont plus fréquemment laissées au dehors à court terme ou en compte-courant, en sorte que les déséquilibres de la balance des comptes ne se traduisent pas immédiatement par des mouvements d'or. Cette masse de devises se place sur les différents marchés financiers et chaque transfert donne lieu à une opération de change indépendante de toute considération de balance des revenus. C'est un fait d'une grande importance qui suffit à démentir la théorie classique de l'équilibre automatique de la balance des comptes par les mouvements d'or. On vient de voir que ceux-ci ne sont pas tous dûs à des déséquilibres de la balance des revenus et que tous les déséquilibres de la balance des revenus ne provoquent pas de mouvements d'or corrélatifs; c'est assez prouver qu'il n'y a pas ou qu'il n'y a plus, en cette matière, d'automatisme mais simplement un certain nombre de facteurs qui n'agissent que s'ils ne sont pas contrariés par des facteurs opposés.

Quoi qu'il en soit, le déséquilibre de la balance des revenus a tendance à provoquer des variations du cours des changes et des mouvements d'or; un pays constamment débiteur a tendance à perdre de l'or; un pays créditeur

verra probablement affluer le métal précieux. Mais que faut-il entendre par pays débiteur et pays créateur? L'Allemagne, très endettée, n'a-t-elle pas réussi à maintenir intacte son encaisse jusqu'en 1930 ?

La notion de balance des revenus s'oppose à celle de la balance des paiements en ce sens qu'elle comprend uniquement les créances et les dettes d'un pays pendant une période déterminée mais non les placements nouveaux qui s'effectuent, ni les mouvements d'or ; la balance des revenus ne comprend que les créances et les dettes, balance commerciale, exportations et importations invisibles, intérêts des capitaux étrangers ou à l'étranger, commissions et courtages de toutes sortes. Supposons que la balance des revenus soit en excédent : les sommes versées par l'étranger peuvent être converties en monnaie nationale ou placées à l'étranger ; il ne se produit de déplacement d'or que si la demande de monnaie nationale, compte tenu des placements extérieurs, reste supérieure à la demande de monnaie étrangère.

En définitive, tout déséquilibre de la balance des revenus se traduit soit par des mouvements d'or, soit par des placements de capitaux ; si les migrations de capitaux (quelle que soit leur cause) ne compensent pas exactement le déséquilibre de la balance des revenus, le cours du change baisse ou monte et l'or a tendance à sortir ou à entrer.

Une étude très sommaire de quelques faits récents permet de mettre en évidence les conclusions que l'on vient de formuler ; mais il faut auparavant rappeler que les statistiques relatives aux paiements extérieurs et aux exportations invisibles ne peuvent avoir qu'une valeur très approximative.

Quoi qu'il en soit, voici, d'après l'*Economist*, les princi-

paux éléments de la balance des paiements de l'Allemagne de 1925 à 1930 :

En millions R. M.	1925	1926	1927	1928	1929	1930
Solde positif ou négatif de la balance commerciale	— 2880	+ 160	— 3460	— 1900	— 840	+ 820
Solde de la balance des revenus, y compris les paiements de réparation	— 2980	— 80	— 4280	— 3300	— 2780	— 740
Emprunts étrangers	+ 3060	+ 620	+ 3840	+ 4320	+ 1620	+ 620
Entrées et sorties d'or et de devises	— 80	— 540	+ 440	— 920	+ 160	÷ 120

Ce tableau fait ressortir le rapport entre les mouvements de capitaux et le stock d'or et de devises de l'Allemagne. La balance des revenus est constamment débitrice ; mais on constate alternativement des entrées et des sorties d'or dûes aux mouvements de capitaux ; l'or afflue ou sort suivant que ceux-ci dépassent ou non le déficit de la balance des revenus.

L'étude de la période suivante est aussi probante. En 1930, en effet, la balance commerciale est devenue favorable et son excédent dépasse les paiements de réparations à effectuer ; mais la balance des revenus reste en déficit en raison de la charge d'intérêts de la dette commerciale allemande. Cependant, les capitaux s'enfuient sous la menace des événements politiques ; d'après une statistique du Dr Wagemann, président de l'Institut für Konjunkturforschung, 3 à 4 milliards de marks de capitaux à court terme quittent l'Allemagne pendant les six premiers mois de 1931. L'or et les devises les suivent ; l'encaisse-or de la Reichsbank tombe de 2.340 millions R. M. le 1^{er} juin à 1.220 millions R. M. en juillet.

Ces exemples mettent en relief l'importance des mouve-

ments de capitaux dont le solde a atteint en une année pour l'Allemagne, l'ordre de grandeur de 30 milliards de francs. On verra plus loin, en étudiant dans le détail les principaux mouvements d'or des dernières années que, dans la plupart des cas, ce sont les placements de capitaux qui ont déterminé les entrées et les sorties de métal précieux. Le marché des capitaux est d'ailleurs très divers; il s'agit d'abord des achats et des ventes de devises de la part des banques ou de leurs clients; ce sont ceux dont l'influence s'exerce le plus directement sur le cours des changes et par conséquent sur les mouvements d'or. Qu'il s'agisse d'opérations commerciales ou spéculatives, le mécanisme est le même. Ce sont ensuite les ouvertures de crédits à l'étranger et c'est ici que les difficultés se présentent. Lorsqu'une banque américaine consent, par exemple, un crédit en dollars à une banque ou à un Etat européen, il ne se produit aucune opération de change; mais ce crédit constitue pour l'emprunteur une réserve de devises qui lui permet d'acheter des marchandises américaines ou encore d'acquérir de l'or s'il veut convertir ses devises. Il en est exactement de même lorsqu'un emprunt est émis à l'étranger en monnaie étrangère; aucune opération de change n'est effectuée, mais l'emprunteur dispose de devises qui peuvent servir, le cas échéant, de contrepartie aux demandes de monnaie étrangère dûes, soit au déficit de la balance des comptes, soit à toute autre cause; il n'y aura alors de déplacement de métal que si l'emprunteur demande la conversion de ses devises ou la réalise par l'intermédiaire du marché des changes.

D'une manière générale, ce sont surtout les capitaux à court terme qui circulent et qui se déplacent; les « devises », au sens nouveau du mot, ont pris une grande importance lorsque la plupart des monnaies européennes se sont dépréciées; le dollar et la livre sterling ont été recherchées comme placement, et les banques anglaises et américaines ont pu disposer de ces avoirs à court terme en faveur de

leur propre marché ou en vue de placements à l'étranger. De plus, l'instabilité économique de l'Europe et la fermeture de nombreux débouchés aux colonies, en Extrême-Orient et en Russie ont restreint les possibilités de placements à long terme. Ceux-ci ont cependant gardé leur importance : en effet, lorsqu'un pays est constamment créditeur, il est nécessaire qu'il puisse prêter à long terme à l'extérieur ; si l'excédent de ses créances est rapatrié, la demande de monnaie nationale dépasse l'offre et l'or afflue d'une matière continue ; si, sans être rapatrié, l'excédent de créances est placé à court terme à l'étranger, il vient grossir la masse des capitaux flottants qui oscillent d'un marché à l'autre, entraînant des fluctuations du change et des déplacements d'or considérables.

Du reste, la distinction entre les placements à court terme et à long terme n'est pas aussi nette qu'on pourrait le croire ; il arrive constamment que des opérations d'arbitrage fassent passer d'une place à une autre les valeurs internationales primitivement souscrites dans un pays déterminé, ou qu'un autre titre passe entre les mains de propriétaires de nationalité différente. Si, par exemple, des titres de Rio Tinto sont vendus à Paris et achetés à Londres, la contrepartie en sera une demande de francs et une offre de livres sterling. Un assez large mouvement de cette sorte s'est produit lorsqu'au moment de la revalorisation partielle du franc et au cours de la période de stabilité de fait, les titres français ont été recherchés par les étrangers, tandis que les Français vendaient des valeurs internationales. On ne peut pas, par conséquent, du point de vue du prêteur, déterminer une limite exacte entre les placements à long terme et à court terme ; tout au plus peut-on dire que les mouvements sont plus rares s'il s'agit de valeurs négociables sur un seul marché, mais ils sont toujours possibles. Pour cette raison, la grande majorité des mouvements de capitaux peut être suivie de mouvements inverses ; et ceci est important car

il peut se faire que des retraits de capitaux soient dûs aux besoins des pays prêteurs ; les banques françaises ont facilement rapatrié, en 1930, une partie de leurs avoirs à l'étranger afin de renforcer leur encaisse en raison des difficultés de banque et de bourse qui avaient provoqué une certaine panique dans le public. Il est évident que, dans un cas semblable, les autres pays ne peuvent rien faire pour retenir les capitaux qui s'enfuient ; au contraire, dans les autres cas, il s'agit d'attirer les capitaux et il s'établit une sorte de concurrence entre les différents marchés et entre les divers placements.

Les devises étrangères peuvent être recherchées en premier lieu en vue d'un bénéfice en capital. Lorsqu'en 1926, le cours du franc s'est amélioré, les capitaux étrangers et une partie des capitaux français placés en livres sterling ou en dollars sont venus en France dans l'espoir de réaliser un bénéfice à la hausse du franc ; il en a été de même en Angleterre, en 1925, peu avant le retour à l'étalon-or. Cette spéculation sur une devise n'est qu'un cas particulier d'attrait pour les capitaux étrangers d'un bénéfice probable ; il se peut aussi bien que l'on escompte une hausse des valeurs de bourse ou de biens immobiliers. A l'inverse, l'influence des considérations psychologiques se manifeste dans le placement à l'étranger de capitaux pour la sécurité desquels on craint un danger politique, réel ou illusoire, ou des mesures d'exception telles qu'un moratoire ou l'abandon de l'étalon-or ; les exemples en sont multiples et bien connus et il suffit de citer celui de la France à partir de 1924 ou celui de l'Allemagne en 1930. Au cours des dernières années le public s'est montré de plus en plus sensible aux influences pessimistes et l'on assiste presque partout, à l'heure actuelle, à une méfiance à l'égard de tout placement et à la thésaurisation de billets de banque et d'or ; il n'est pas rare de voir des capitaux chercher à s'enfuir sans même savoir où se placer.

Ceci étant dit pour montrer l'importance des facteurs psychologiques, il faut reconnaître qu'en période normale les capitaux cherchent moins un bénéfice qu'une forte rémunération ; ils se placent donc sur les marchés où le taux de l'intérêt est le plus élevé. Pour donner un exemple, les mouvements de capitaux vers les Etats-Unis, en 1929, étaient dûs au taux extrêmement élevé de l'argent au jour le jour qui a atteint le chiffre de 20 % ; de même en Allemagne, entre 1925 et 1930, le taux de l'intérêt s'est constamment maintenu à 2 et 3 points au-dessus de celui des autres pays, à l'exception des Etats-Unis. Mais, dans ce cas particulier, il fallait faire intervenir l'idée de risque, car personne n'aurait prêté à l'Allemagne si la crainte de n'être pas remboursé n'avait pas eu pour contrepartie des conditions exceptionnelles.

Il faut d'ailleurs préciser ce que l'on entend par taux de l'intérêt, car il existe de très nombreux taux d'intérêt à un moment donné sur un même marché. Les capitaux recherchent, parmi tous les placements, ceux qui offrent le plus d'avantages ; il pourront se placer sous la forme de valeurs à revenu fixe, titres d'Etat, obligations, emprunts des collectivités publiques ; c'est sous cette forme que les capitaux américains se sont placés en Allemagne jusqu'en 1928 ; le taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe, en Allemagne s'est constamment maintenu de 1925 à 1930 entre 7 et 9 %, supérieur de 2 à 5 % à la moyenne des taux étrangers. Au contraire, aux Etats-Unis et, entre 1928 et 1930, en Allemagne, les capitaux étrangers ont été attirés par le taux de l'argent à court terme ; la hausse du *call money* a attiré les fonds disponibles jusqu'au krach boursier de 1929, en même temps que l'or affluait vers les Etats-Unis.

Enfin, il faut tenir compte, en ce qui concerne les mouvements de capitaux, des dettes politiques entre les différents pays ; la question des transferts n'est qu'un aspect du

problème de l'or. C'était, jusqu'en 1930, un élément assez stable de la balance des règlements, au point qu'on ne pouvait parler d'équilibre de la balance des comptes des pays intéressés qu'en y comprenant les recettes ou les dépenses dûes aux réparations et aux dettes interalliées. En ce qui concerne l'Allemagne, cet équilibre n'a jamais été réalisé; cependant les paiements politiques n'ont pas entraîné de sorties d'or parce qu'ils ont été compensés par des entrées de capitaux ; mais, une fois le crédit de l'Allemagne attaqué, les paiements de réparations ont dû être suspendus pour plusieurs années au moins. Il a été affirmé, il est vrai, qu'il n'y avait pas de question des transferts ; les sorties d'or et de devises devraient entraîner une contraction des crédits, une baisse des prix et une amélioration de la balance commerciale : cela serait peut-être vrai s'il y avait eu pour commencer une sortie d'or ; il n'en a rien été. La vérité est que le problème des transferts est le même que celui du paiement d'une dette quelconque ; c'est la question de l'équilibre de la balance des revenus et des moyens de le réaliser, question essentiellement différente suivant les pays et qui se rattache aux mesures à prendre pour maintenir l'équilibre de la production et des échanges ; quelques-unes de ces mesures seront étudiées plus loin.

Arrivés ainsi au terme de l'analyse des mouvements de l'or, nous pouvons les résumer très brièvement en rappelant les principaux facteurs : production de métal, balance des revenus, mouvements de capitaux ; ceux-ci sont commandés par des considérations psychologiques, par les perspectives économiques de toute nature et par les besoins du marché monétaire dans l'acceptation la plus large du terme. Il est nécessaire de souligner la variété et la contrariété de ces facteurs, l'absence complète d'automatisme et la difficulté de contrôle de tous les éléments en présence.

Par suite des événements d'après-guerre, la répartition de l'or est devenue tout à fait inégale ; cette situation

présente-t-elle des inconvénients ? Y a-t-il des moyens d'action sur les déplacements de l'or et peut-on neutraliser leurs effets ? Ce sera l'objet des chapitres suivants.

CHAPITRE II

L'OR ET LE NIVEAU DES PRIX

Parmi les fonctions essentielles du métal-or envisagé comme monnaie, on place d'ordinaire celle d'étalon des valeurs. L'or, dit-on, est la commune mesure des différentes marchandises ; et il est exact en effet, que la circulation de monnaie d'or ou la convertibilité en métal des billets dans la plupart des pays civilisés, permettent de comparer les prix de l'un à l'autre et, par des opérations d'arbitrage, d'établir un niveau d'équilibre tel qu'avec un même poids d'or on puisse acquérir une quantité sensiblement égale de marchandises. On ajoute fréquemment que la production du métal-or étant faible par rapport au stock métallique existant, on peut considérer la valeur de la monnaie comme assez stable et soumise seulement à des variations de longue durée dûes aux modifications de ce stock d'or. Les variations de la valeur de la monnaie se traduisent par le niveau des prix des marchandises, qui serait l'évaluation du pouvoir d'achat de l'or.

Telle est la forme primitive de la théorie quantitative de la monnaie ; il en existe des formes plus modernes, telles

que l'équation bien connue d'Irving Fischer ; elles ont été vivement critiquées (1), mais elles permettent de poser exactement le problème des effets de la répartition de l'or : les variations de l'encaisse métallique se traduisent-elles dans chaque pays par des mouvements des prix ? Les prix varient-ils en fonction de la circulation monétaire et celle-ci est-elle proportionnelle à la base métallique sur laquelle elle repose ? Ces questions vont être étudiées en faisant abstraction de toutes les théories qui ont été émises et en partant de l'analyse des faits.

§ I. — LE POUVOIR D'ACHAT DE L'OR

Il est tout-à-fait évident que toute transaction se traduit pour l'acquéreur par une offre de monnaie (en entendant par là l'or, les billets, les chèques ou tout autre moyen de règlement) et par une demande de marchandises ou de services et, pour le vendeur, par une offre et une demande inverses. Il est non moins évident que l'ensemble des transactions qui s'effectuent à un moment donné représente la rencontre de l'offre des moyens de règlement et de celle des marchandises, des services et des placements de toute nature. Etudier la formation des prix, c'est appliquer la loi de l'offre et de la demande et l'on peut poser en principe que l'ensemble des moyens de règlement utilisés sur le marché est égal au nombre de marchandises, de valeurs mobilières ou immobilières et de services que l'on acquiert multiplié par leur prix ; il faut donc envisager, d'une part, les variations de l'offre des marchandises et des services, et d'autre part celle des moyens de règlement.

(1) Cf. Aftalion *Monnaie, Prix et Change*.

On peut, pour plus de commodité, imaginer pour chaque marchandise la courbe de l'offre et la courbe de la demande; à chaque prix correspond l'offre d'une certaine quantité de marchandises et l'offre décroît en même temps que le prix; au contraire, la demande est plus grande quand le prix est plus bas; or, cette demande de marchandise est en même temps l'offre de moyens de règlement et cette offre varie en fonction du prix. Pour l'ensemble des marchandises, des services et des valeurs qui s'échangent à un moment donné, la courbe de la demande représente la totalité des moyens de règlement disponibles; mais il demeure un fait essentiel, à savoir que les disponibilités monétaires ne sont pas employées en totalité mais au contraire que la quantité de monnaie utilisée dépend du niveau général des prix et de l'appréciation par chacun de ce qu'il veut acheter et de ce qu'il peut dépenser. Les trois éléments, marchandises et placements, moyens de règlement et prix varient en fonction les uns des autres et les prix ne pourraient être stables que si l'offre de marchandises et l'offre de moyens de règlement variaient parallèlement.

En outre, c'est une erreur inexplicable que de considérer le niveau des prix des marchandises seules comme pouvant représenter le pouvoir d'achat de la monnaie. Peut-on croire que les placements mobiliers et immobiliers, les salaires, les services de toutes sortes ne dépendent pas de la monnaie alors que les marchandises en dépendraient? Ou bien pense-t-on qu'ils sont suffisamment stables pour qu'on puisse en faire abstraction? Cela semble tout à fait illogique. On ne peut pas concevoir qu'un indice des prix de gros quelconque, pondéré ou non, même s'il est établi d'après des données statistiques précises et bien choisies, soit de la moindre utilité pour déterminer la valeur de la monnaie. Il faudrait disposer d'un indice qui comprendrait tous les placements et tous les achats affectés du coefficient correspondant à leur importance relative pendant la période

considérée ; du reste les variations d'un tel indice ne représenteraient que les fluctuations relatives des marchandises (au sens large) et des moyens de règlement, et c'est tout ce que l'on peut entendre par la valeur de la monnaie.

Ceci dit, il est nécessaire d'entrer dans le détail et d'étudier les variations de l'offre des marchandises et de l'offre de la monnaie. La courbe de l'offre des marchandises varie tout d'abord en fonction de la quantité totale de produits, de valeurs et de services offerts ; si cette quantité augmente, toutes choses égales d'ailleurs, les prix baissent ; si elle diminue, les prix s'élèvent. De même, l'abondance des marchandises les unes par rapport aux autres fait varier les prix ; si, par exemple on produit trop de caoutchouc ou trop de blé, les prix de ces produits baissent et le pouvoir d'achat des producteurs de caoutchouc et des agriculteurs diminue, en sorte qu'il y a également une diminution de la demande des autres marchandises et une baisse générale des prix. L'influence du prix des marchandises pour lesquelles il existe un marché international sont nivelés par des opérations d'arbitrage, dans la mesure où les droits de douane le permettent. Pour les valeurs mobilières, le montant des transactions dépend de même du volume total des titres à échanger, des émissions nouvelles, du taux de capitalisation des différents titres, de l'arbitrage et de la spéculation. Enfin la répartition des avoirs disponibles entre l'épargne et la consommation varie d'une période à une autre. Pour toutes ces raisons, il est impossible de dire que les prix et les cours suivent les fluctuations de la monnaie ; il faut tenir compte des éléments propres à l'offre des marchandises, des services et des placements.

Il est vrai que le professeur Cassel a cru pouvoir déterminer le coefficient du progrès économique en supposant, *a priori*, que la quantité des marchandises s'accroissait régulièrement. C'est ce fait, opposé à l'insuffisance de la production de l'or qui a fait craindre une baisse des prix

au cours des années futures. On s'est borné pour justifier ce raisonnement, à considérer l'accroissement actuel d'après des statistiques approximatives. Rien ne permet de croire que le développement de l'outillage et de la production, provoqué par l'inflation au cours des dernières années, doive se poursuivre dans l'avenir ; il semble, au contraire, que la production doive se restreindre grâce à d'éventuels accords ou à une adaptation forcée aux circonstances actuelles. Quoiqu'il en soit, les chiffres approximatifs qui ont été donnés ne sont pas probants ; ils le sont d'autant moins que le développement industriel s'est orienté vers la production en série d'un petit nombre de types dont la consommation n'est pas indéfinie et que, dans certaines branches de la production, l'agriculture, par exemple, la limite de la consommation est facilement atteinte.

L'offre de marchandises et de services étant variable, les prix ne peuvent être stables que si les disponibilités monétaires varient en même temps et dans le même sens. Ici, l'idée du professeur Cassel reprend sa valeur à condition qu'au lieu de donner des chiffres précis et d'affirmer que la progression est régulière et continue, on admette la possibilité de fluctuations et de retours en arrière. Il reste donc à dégager les causes des variations de l'offre de monnaie et c'est ici que peut intervenir la répartition de l'or.

*
**

à dessein des termes généraux — une distinction essentielle est à faire entre ce que l'on peut appeler le revenu disponible et le montant des crédits. C'est une erreur, croyons-ou même de se borner à dire que seul il influe sur les nous, que d'affirmer que seul le revenu détermine les prix,

Parmi les moyens d'achat du public — pour employer

moyens d'achat et sur la demande des marchandises. Il faut faire intervenir ce que M. Rueff (1) appelle « l'excédent des crédits consentis sur les crédits remboursés ».

Tout d'abord, nous entendons par revenu disponible l'ensemble des moyens de règlement pouvant être échangés dans un pays déterminé et ne provenant pas d'ouvertures de crédit. Cette formule comprend plus et moins que la notion de revenu de l'ensemble des individus ; elle tient compte des capitaux étrangers cherchant à s'investir dans le pays considéré ; elle laisse de côté la part de revenu que les nationaux placent à l'étranger. Enfin, elle englobe les dépenses de l'Etat et des collectivités publiques. La part du revenu disponible qui sera effectivement utilisée dépendra du niveau des prix ; mais cette part sera sensiblement proportionnelle au revenu disponible, et à son tour, elle exercera une influence sur le niveau des prix lui-même. Il faut bien remarquer d'ailleurs que le revenu disponible ainsi défini ne comprend pas la totalité du revenu des particuliers ; ceux-ci conservent toujours une certaine encaisse, variable suivant les circonstances ; ils peuvent être amenés à thésauriser de l'or et des billets qui ne représentent plus alors des disponibilités, mais un véritable placement.

Il est évident que l'on ne peut pas mesurer le revenu disponible, qui varie sous l'influence de causes multiples. Il ne dépend pas directement de la quantité de monnaie en circulation ; pour qu'il en soit autrement, il faudrait que les ressortissants d'un pays manquent de billets de banque ; mais ils s'adresseraient à leur banque et celle-ci, éventuel-

(1) J. Rueff. Les fluctuations anormales du pouvoir d'achat de l'or. (Documents soumis à la Délégation de l'Or du Comité financier de la S. D. N., 1930).

lement, ferait appel au réescompte ; c'est donc par l'intermédiaire du crédit que le revenu disponible pourrait dépendre des conditions accordées par la banque d'émission, celle-ci cherchant à maintenir une proportion convenable entre la circulation fiduciaire et l'encaisse-or. Quant à poser en principe qu'un afflux d'or augmente par lui-même la capacité d'achat dans le pays intéressé, c'est une erreur complète, — s'il ne s'agit pas des producteurs d'or eux-mêmes ; un mouvement international d'or ne fait que traduire un excédent ou un déficit de la balance des revenus, ou un déplacement de capitaux ; dans les deux cas, l'or ne crée pas un pouvoir d'achat, il représente, si l'on peut dire, une capacité d'achat qui se déplace. Il ne peut y avoir d'augmentation de pouvoir d'achat dans le pays importateur d'or par le fait même de l'entrée du métal, à moins qu'on ne l'utilise pour élargir le crédit et pour faire de l'inflation. C'est ce qui se passerait si l'on utilisait la marge laissée par la différence entre la proportion légale et la proportion réelle de couverture des engagements de la Banque de France pour émettre des billets destinés à payer les fournisseurs de l'Etat ; c'est le procédé classique de l'inflation avec toutes ses conséquences.

L'or, en réalité, n'a rien à voir avec le revenu disponible ; il ne doit être que le régulateur du crédit et l'étalon des valeurs au sens international du terme ; et la question se pose de savoir si un accroissement du stock d'or rend le crédit plus facile et si un appauvrissement en or agit nécessairement en sens contraire (1).

(1) Dans son ouvrage sur « Les Fondements de l'Economie Rationnelle », M. Georges Guillaume montre que le volume du crédit doit être limité par la production de l'or ; tous les crédits doivent être remboursés avec intérêts, l'accroissement du stock d'or doit compenser la dette d'intérêts : s'il en est autrement, les emprunteurs

Ainsi la capacité d'achat d'une part, l'offre de marchandises et de services d'autre part, varient pour des raisons qui leur sont propres ; il reste à savoir comment on peut agir sur l'une et sur l'autre par l'intermédiaire du crédit. Mais il faut auparavant préciser quelle est la véritable notion de pouvoir d'achat. Il ne peut y avoir un pouvoir d'achat qu'au sens international ; chaque monnaie étant convertible en or, les prix des mêmes marchandises représentent sensiblement le même poids d'or dans tous les pays. A l'intérieur, il n'y a pas, à proprement parler, de pouvoir d'achat de l'or, il n'y a qu'un pouvoir d'achat du public. A un moment donné, la totalité des acheteurs est disposée à acquérir tant de marchandises à tel prix. La notion du pouvoir d'achat est subjective et ne se prête pas à la mesure.

Ici encore l'influence des facteurs psychologiques apparaît clairement ; on pourrait en citer bien des exemples ; la formation des prix et surtout celle des cours des valeurs ou des matières premières dépendent en grande partie des dispositions du public. Comment parler d'influence automatique de l'abondance plus ou moins grande de monnaie sur les prix ? Il ne faut pas enfermer les faits dans des cadres trop étroits ; c'est pourquoi, quelles que soit les conclusions qui seront tirées du rôle de l'or en ce qui concerne le crédit, il faudra tenir compte de l'action de tous les autres facteurs sur les prix ; une politique de l'or ne peut

manquent d'argent liquide et sont obligés de vendre à bas prix pour s'en procurer.

Il semble certain, en effet, que la production de l'or a, de cette manière, une influence sur les prix, mais cette influence n'est pas exclusive, comme le soutient M. Guillaume. En tout cas, cette théorie résoud d'une manière nouvelle la question très discutée à laquelle il a été fait allusion précédemment : la production de l'or est-elle suffisante pour que l'on puisse éviter la baisse des prix ?

avoir pour but que de compenser tous les éléments naturels et psychologiques dont l'importance ne doit pas être oubliée.

§ 2. — LE CRÉDIT ET LES BANQUES.

Comme on vient de le voir, c'est à travers le volume des crédits que l'on peut voir une influence sur le niveau des prix si l'on néglige le cas des producteurs d'or. C'est par l'intermédiaire de la facilité plus ou moins grande du crédit qu'un rapport s'établit entre l'encaisse des banques d'émission et le volume de la circulation et des dépôts. Dans quelle mesure l'aisance du marché monétaire dépend-elle du stock métallique ? La mauvaise répartition de l'or peut-elle nuire au crédit et par là agir sur les prix ? C'est la thèse des financiers anglais lorsqu'ils prétendent qu'à l'heure actuelle l'or ne remplit plus sa principale fonction, celle de régulateur du crédit.

On peut envisager le crédit sous trois formes différentes : les facilités de paiement consenties par les particuliers ou par les sociétés, les crédits ouverts par les banques privées et ceux que consent la banque d'émission. Normalement, chaque banque n'accorde de crédits qu'en fonction de ceux dont elle peut disposer elle-même à la banque d'émission et, au moins en gros, il existe un rapport entre les facilités de paiement accordées par les industriels et les commerçants et les crédits qui leur sont ouverts. L'action de la banque d'émission s'exerce ainsi sur toutes les formes du crédit ; la défense de l'encaisse a des répercussions sur l'ensemble de l'économie nationale.

On aperçoit immédiatement que l'or n'influe pas seul puisque les devises sont considérées par la plupart des banques d'émission comme une garantie équivalente, et que l'encaisse-devises ne varie pas en proportion de l'encaisse-

or, sous l'influence de considérations diverses, telles que la nécessité de se constituer une encaisse métallique plus forte, ou le manque de confiance dans certaines monnaies, il s'est produit, au cours des dernières années, des conversions de devises en or sans qu'il y ait aucune modification correspondante de la circulation et du crédit.

Quoiqu'il en soit, il est nécessaire d'examiner rapidement les principes appliqués en matière de crédit, afin de saisir le rôle de l'or. Il serait intéressant de consacrer des études spéciales à certains aspects de ces questions, notamment à la trésorerie des banques ou aux rapports de l'épargne et du crédit ; mais il ne s'agit ici que de dégager quelques principes généraux destinés à montrer que le rôle de l'or dans l'équilibre des prix, des placements et la production est essentiellement relatif

Tandis que les crédits consentis par les banques aux agriculteurs, aux industriels ou aux commerçants ont pour effet de permettre à ceux-ci de développer leur exploitation, les achats à crédit et les facilités de paiement accordés au public favorisent la consommation, et l'on pourrait être tenté de faire de cette distinction un principe fondamental ; on montrerait que l'industrie allemande en 1927 et en 1928 a pu se développer grâce aux emprunts consentis par les banques étrangères, et qu'aux Etats-Unis les achats à crédit ont été pour beaucoup dans le développement de la consommation entre 1925 et 1929. Ce ne serait qu'un aspect de la question ; en effet, tout crédit aux entreprises productrices permet à celles-ci d'acheter des matières premières ou de faire des dépenses d'outillage et, en revanche, les crédits accordés à la consommation ont pour effet de faire monter les prix et d'encourager la production. Dans un cas comme dans l'autre, l'ouverture de crédit a pour effet une augmentation de la consommation et, plus tard, une production accrue et une tendance à la baisse des prix.

Au contraire, les crédits accordés à la spéculation de bourse n'ont guère d'effet sur la production ; si l'on veut par conséquent, parler de l'effet de la facilité du crédit sur les prix, il faut avoir présente à l'esprit la distinction entre les crédits à la production et les crédits à la spéculation. Donner plus de facilité au crédit ne signifie donc pas toujours agir dans un sens déterminé sur le prix des marchandises — ce qui confirme une fois de plus l'idée que le niveau des prix des marchandises ne représente en aucune façon les variations des disponibilités monétaires.

Quoiqu'il en soit, il serait intéressant d'étudier le rapport existant pratiquement entre les crédits ouverts par les banques aux industriels, aux commerçants et aux agriculteurs et les facilités de paiement accordées par les entreprises privées. Les données manquent totalement à cet égard. On sait d'une manière générale que les transactions importantes se font à crédit et il est probable que pour les achats courants de chaque entreprise il y a peu de variations ; on peut admettre que dans chaque pays les usages sont suffisamment constants pour que les achats de matières premières payables à terme ne soient pas une forme très variable de crédit, — encore qu'on puisse formuler quelques réserves à ce sujet, particulièrement en ce qui concerne le crédit agricole. Dans les transactions internationales, ces opérations s'accompagnent le plus souvent de crédits d'acceptation et par là se rattachent à la politique de crédit des banques.

Quant aux ventes à crédit dans le public, elles dépendent, semble-t-il, d'une part de la trésorerie des entreprises et par conséquent des facilités de crédit dont celles-ci disposent elles-mêmes, et d'autre part de l'importance des stocks à écouler. L'exemple des Etats-Unis est très probant à cet égard ; l'inflation de crédits qui s'est produite en Amérique a permis un très grand développement de l'industrie, de telle sorte qu'à partir de 1927 la production a dépassé les

bescins de la consommation ; pour écouler les stocks et pour maintenir le rythme de la production, il a fallu organiser un système très compliqué de ventes à crédit ; les industriels et les commerçants américains qui devaient écouler leurs stocks étaient dans l'alternative ou de vendre à crédit ou de ne pas vendre. Les entreprises importantes se procuraient des fonds au moyen d'émissions de titres, aussi bien que par le recours au crédit ; elles profitaient de la spéculation de bourse qui permettait d'émettre du papier nouveau ; aussi leur dépendance à l'égard des banques n'était-elle pas absolue. Du reste, cette production intensive qui nécessitait la vente à crédit, était une conséquence de l'inflation de la période d'après-guerre ; elle était due également au système des avances au jour le jour aux spéculateurs de bourse ; les banques plaçaient leurs disponibilités en call money, favorisant ainsi les profits de spéculation et la hausse artificielle des prix due à l'accroissement de pouvoir d'achat du public par les bénéfices spéculatifs ; cette hausse des prix conduisait à un développement de la production et des stocks à placer.

Les crédits consentis par les banques dépendent à leur tour de la politique de la banque centrale dont l'un des rôles principaux est de chercher à diriger l'économie du pays. De nombreux ouvrages ont traité cette question et ont montré quelle influence peut exercer chaque banque d'émission, suivant ses statuts et les conditions techniques des marchés monétaires. Il s'agit ici, au contraire, de montrer que les banques privées sont relativement indépendantes de la banque centrale et que la politique de celle-ci n'est pas déterminée uniquement par la défense de son encaisse or ; en d'autres termes, on s'efforcera de prouver qu'il n'y a pas de proportion fixe entre l'encaisse métallique de la banque centrale et le volume des crédits consentis par toutes les banques.

Il existe en cette matière un principe élémentaire, celui

de la liquidité. Les banques doivent toujours conserver des créances à vue ou à court terme et des avoirs liquides suffisants pour faire face à d'éventuels retraits de fonds ; elles ne peuvent consentir de crédits que dans la mesure où cette liquidité est respectée. Si l'on veut, la banque n'ouvre de crédits qu'en proportion de l'ensemble de ses disponibilités et des nécessités de sa trésorerie.

En Angleterre, où la distinction entre les diverses banques est très nette et en France dans une moindre mesure, les crédits à long terme ne sont pas soumis aux mêmes causes de variation que les crédits à court terme ; les banques d'affaires immobilisent une plus grande partie de leurs avoirs que les banques de dépôts, mais elles s'efforcent d'obtenir des dépôts à terme et des souscriptions d'obligations. En Allemagne, au contraire, il n'y a pas de distinction nette entre les banques d'affaires et les banques d'escompte et de dépôts ; ce sont les mêmes banques travaillant au moyen de dépôts à vue, à court terme ou à long terme, qui font des avances à l'industrie et des placements à court terme ; la liquidité, est alors beaucoup moins facile à réaliser et les placements à long terme subissent les mêmes fluctuations que les autres ; ils dépendent ainsi indirectement des conditions générales du crédit et de la politique de la banque d'émission.

Quoi qu'il en soit, la proportion entre les crédits ouverts et les avoirs liquides ne doit pas être confondue avec celle que donnent les statistiques et les bilans ; à savoir la proportion entre l'encaisse de la banque et ses engagements ; c'est une notion beaucoup plus souple et plus relative ; si la banque a des engagements à vue, elle doit avoir des disponibilités à vue ; si elle n'est engagée qu'à moyen ou à long terme, elle peut se contenter des disponibilités à terme. En outre, les effets à très court terme peuvent être considérés à la fois comme des crédits ouverts et comme

des avoirs relativement liquides. C'est l'expérience bancaire qui permet de dégager pour chaque établissement de crédit quelle est la proportion nécessaire entre l'encaisse, les avoirs à vue ou à court terme et les titres faciles à céder, d'une part, et d'autre part, le montant des crédits qui peuvent être ouverts.

Il ne s'ensuit pas que cette proportion soit celle qui existe en fait, car la demande de crédits est variable. Il se peut, par exemple, que l'on ait à faire face à des échéances difficiles, ou bien que les perspectives de la production, l'espoir d'une hausse des prix conduisent les producteurs à beaucoup emprunter, ou que la spéculation ait besoin de fonds ; ou bien, au contraire, que le marasme des affaires décourage les emprunteurs. D'une manière générale, les conditions de l'offre de crédit n'influent pas seules sur le volume des crédits effectivement ouverts ; des variations de la demande de crédit se produisent, indépendamment même du taux de l'intérêt et, par conséquent, de la politique de la banque d'émission. C'est ce qui explique le faible volume des crédits en période de crise, malgré un taux d'intérêt très bas.

C'est, en effet, surtout en fonction du taux de l'intérêt que la demande de crédit s'établit et ce n'est là qu'une application de la loi de l'offre et de la demande. Mais, dans ce cas, il faut tenir compte dans une certaine mesure, des rapports du taux de l'intérêt et du taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe ; si celui-ci est très élevé, les entreprises industrielles peuvent être tentées de recourir au crédit au lieu d'émettre des obligations ; c'est ce qui s'est produit en Allemagne au cours des années qui ont précédé la crise ; or, il n'est pas indifférent de s'adresser soit au crédit, soit à l'épargne, car le crédit dépend de l'action de la banque d'émission, tandis que l'épargne en est indépendante.

Il serait donc inexact de dire que le volume des crédits

effectivement ouverts dépend uniquement des disponibilités des banques ; la vérité est que ce sont les nécessités de trésorerie et de liquidité qui déterminent le maximum de crédits que l'on peut ouvrir ; l'effort des dirigeants de chaque banque consiste dans la recherche de l'aisance de la trésorerie et par conséquent l'importance et la répartition des placements dépendent d'abord du volume des dépôts à vue et à court terme dont on peut demander à la banque le remboursement. En période de prospérité et de confiance, les crédits sont plus largement ouverts ; en période de crise, des retraits de fonds se produisent plus fréquemment et les crédits sont accordés plus difficilement ; les banques dénoncent alors une partie de leurs prêts à court terme, ou bien elles négocient des titres, des effets ou des bons du Trésor. C'est ainsi qu'en Angleterre les banques qui ont besoin d'argent liquide dénoncent une partie de leurs avances aux brokers ; aux Etats-Unis, elles font appel au crédit des banques fédérales de réserve ; en France, elles négocient leurs effets, soit à la banque d'émission, soit hors banque ; elles font réescompter leurs bons du Trésor ou elles les mettent en pension. Suivant les circonstances et, dans une certaine mesure, suivant les facilités de crédit accordés par la banque d'émission, les banques se procurent de l'argent liquide par l'un ou l'autre de ces procédés ; mais l'action de la banque d'émission ne peut être efficace que si elle s'exerce en même temps que celle de la Caisse des dépôts ou de la banque d'acceptation qui, par la mise en pension des bons du Trésor et par l'escompte des acceptations de banque, donnent des facilités de crédit aux banques. Mais, en faisant abstraction de la demande de crédits et en supposant que la banque d'émission agit efficacement, il faut tenir compte d'un certain nombre de facteurs qu'il reste à étudier.

L'abondance plus ou moins grande des capitaux étrangers venant se placer dans le pays considéré provoque un

élargissement ou un rétrécissement des disponibilités des banques. Celles-ci se servent de ces dépôts pour consentir des avances et pour effectuer des placements; leurs clients, à leur tour, utilisent les fonds qui sont ainsi mis à leur disposition, pour acheter des marchandises ou des valeurs; le vendeur remet les fonds qu'il obtient à sa propre banque dont les dépôts s'accroissent et ainsi de suite. Si, comme cela s'est produit en Allemagne, les entrées de capitaux se renouvellent et s'accroissent de jour en jour, les banques s'en servent pour ouvrir des crédits à moyen ou même à long terme ; mais elles doivent alors prendre des précautions; des sorties de capitaux peuvent se produire du jour au lendemain sans même aucune diminution de la confiance; si la situation des banques est alors affaiblie, les nationaux subissent le contre-coup d'une brusque restriction du crédit et une crise commence. Une banque qui méconnaîtrait ce principe s'exposerait à des mécomptes que les établissements de crédit allemands connaissent à leurs dépens.

Il existe enfin un rapport entre les disponibilités des banques et les conditions du marché des valeurs. En effet, si le taux de l'intérêt bancaire est sensiblement plus faible que le taux de capitalisation des valeurs mobilières ou si la spéculation sur celles-ci est fructueuse, les déposants auront tendance à retirer une partie de leurs avoirs et à demander des crédits pour acquérir des titres de bourse. Si, au contraire, la baisse des valeurs est trop continue, ou si leur taux de capitalisation est insuffisant, les vendeurs de titres laisseront en dépôt leurs avoirs inutilisés s'ils ne préfèrent pas thésauriser la monnaie elle-même. D'une manière plus générale, en période de dépression, une partie des fonds employés dans les transactions journalières reste inutilisée ; au contraire, en période d'activité, le public a besoin de plus de monnaie, au moins dans les pays où les règlements par chèques sont assez rares.

Tels sont, dans les grandes lignes, les éléments qui peuvent influencer sur le volume des crédits. Ils sont évidemment très nombreux et la banque d'émission ne peut agir que sur certains d'entre eux. Mais il faut bien remarquer que le rapport nécessaire entre les avoirs liquides et les crédits consentis n'est pas absolument fixe ; la tradition impose aux dirigeants de chaque banque une certaine ligne de conduite, mais ils doivent tenir compte des variations de la confiance du public. S'il survient une crise de confiance, ils doivent s'efforcer de renforcer leur encaisse et restreindre les crédits ; au contraire, au début d'une période de prospérité, les banques peuvent s'engager sensiblement davantage. Le principe de la liquidité est extrêmement souple et un certain empirisme est nécessaire ; c'est pourquoi il faut retenir qu'en matière de crédit il n'y a pas de données certaines mais ici encore, un grand nombre de faits différents sur lesquels l'influence de la banque d'émission ne peut s'exercer qu'empiriquement et incomplètement.

Sans tenir compte des particularités des statuts de chaque banque d'émission, il est possible en effet de dégager un certain nombre de caractères généraux concernant la politique du crédit ou plus exactement, un certain nombre de procédés techniques dont les banques centrales disposent pour restreindre ou pour élargir les crédits consentis par les banques privées. Par leur action sur la demande de crédit et sur les disponibilités des banques, les instituts d'émission exercent un contrôle sur le volume du crédit et par conséquent sur l'activité du pays, sur les prix et sur le volume de la production.

Par le procédé classique du taux de l'escompte, la banque centrale agit sur la demande de crédit. Une élévation du taux de l'escompte a tendance à provoquer une hausse du taux de l'intérêt bancaire et à décourager certains emprunteurs : une baisse du taux de l'escompte, au contraire, facilite les conditions des emprunts. Cela ne

signifie pas que le volume des effets escomptés varie en fonction du taux de réescompte; mais celui-ci fait varier indirectement le taux d'escompte des banques, le taux « hors banque »; indirectement encore, cette influence s'exerce sur le taux de l'intérêt des comptes-courants des banques et sur le taux de l'intérêt en général; les fonds disponibles cherchant la meilleure rémunération, il s'établit en pratique un équilibre entre les divers taux d'intérêt. Toutes choses égales d'ailleurs, le taux de l'escompte dirige donc le taux de l'intérêt; il exerce surtout une action psychologique si l'on peut dire, car, sachant qu'on peut obtenir l'escompte des effets par la banque centrale à un certain taux, les banques sont forcées de se tenir au-dessous de ce taux et sachant, par exemple qu'elles devront payer 3 % pour faire réescompter leur portefeuille, elles feront payer 2 1/2 % afin de ne pas s'exposer à de fortes différences. Elles conservent cependant une certaine indépendance dans la mesure où elles peuvent s'adresser ailleurs qu'à la banque d'émission pour obtenir des fonds liquides, soit en rapatriant des devises étrangères, soit en vendant des titres ou des Bons du Trésor, soit par la mise en pension de ceux-ci, soit encore grâce à un afflux de capitaux étrangers qu'une hausse du taux de l'escompte provoque le plus souvent. Aussi ne peut-on dire que l'action du taux de l'escompte s'exerce toujours efficacement sur le taux de l'intérêt. D'ailleurs, comme nous l'avons montré, les variations de la demande de crédit sont dans une certaine mesure indépendantes du taux de l'escompte pour des raisons qui tiennent à l'état des affaires; dans ce cas, les variations du taux de l'intérêt précèdent celles du taux de l'escompte ou en sont indépendantes. C'est ce qui s'est produit aux Etats-Unis en 1929. Le taux de l'escompte de la Federal Reserve Bank of New-York s'est maintenu cette année-là à 5 % jusqu'au 9 août, puis à 6 % jusqu'au 1^{er} novembre, peu après le krach boursier. Pendant ce temps, le call money a varié entre 6

et 20 % ; le taux des avances sur garantie s'est élevé de 7,65 % à 8,94 %, le loyer de l'argent de 4 à 6 mois est passé de 5,50 % au début de l'année à 6 % dès le mois de mai et à 6,13 % en octobre. La demande de crédits était telle à cette époque que les variations du taux de l'escompte ne faisaient que suivre celles du taux de l'intérêt.

Une élévation plus forte du taux de l'escompte aurait donné des résultats contraires à ceux que l'on désirait ; les capitaux étrangers auraient afflué davantage encore et la spéculation boursière, qui donnait de gros bénéfices, n'aurait pas été découragée. C'est ainsi que la politique du taux de l'escompte est, pour les banques d'émission, une arme à double tranchant : si c'est un moyen d'action sur la demande de crédits, c'est aussi le moyen d'attirer les capitaux étrangers, de procurer aux banques par cela même, des avoirs liquides et de mettre des fonds plus abondants à la disposition des emprunteurs ; en outre, le souci de préserver l'encaisse-or de la banque d'émission ou d'éviter les déplacements de métal peut empêcher la banque centrale de prendre les mesures que la situation du marché monétaire comporterait. Le procédé du taux de l'escompte, le meilleur de ceux dont on dispose, est donc parfois très insuffisant.

Il existe d'autres moyens pour les banques d'émission de restreindre ou d'accroître les disponibilités des banques privées et, par conséquent, d'agir sur les crédits : ce sont les opérations sur le marché libre. On sait qu'il s'agit, de la part de l'institut d'émission, de l'achat et de la vente d'effets ou de titres d'Etat sur le marché ; l'achat par les banques d'émission d'une certaine quantité de titres d'Etat procure des disponibilités au marché monétaire ; la vente de titres, au contraire, absorbe une partie des fonds disponibles. Les banques d'émission qui effectuent ces opérations peuvent ainsi régulariser le volume des fonds pouvant se placer sur le marché et rendre le crédit plus ou moins facile. Aux

Etats-Unis, particulièrement, ces opérations ont une grande importance comme on le verra par la suite ; elles ont cependant été impuissantes à arrêter le mouvement de spéculation de 1929 et la crise bancaire du début de 1932.

Quoi qu'il en soit, outre leur effet direct, tous ces procédés qui ont été employés dans la pratique et qui résultent de l'expérience des banques d'émission beaucoup plus que de considérations théoriques, ont un certain retentissement et exercent une action psychologique sur les banques et dans le public. L'interprétation des décisions de la banque d'émission joue un grand rôle en pratique, soit sur les mouvements internationaux de capitaux et le cours des changes, soit sur le marché monétaire.

En tout cas, l'action du taux de l'escompte et des opérations sur le marché libre ne peut être efficace que s'il n'intervient pas d'éléments contraires sur lesquels la banque d'émission ne peut pas agir. C'est ainsi que la fuite des capitaux, s'il survient une crise de confiance, resserre le crédit. Il est vrai qu'en sens contraire, la crise économique, si elle se manifeste en même temps, provoque des remboursements de crédits. En France, il n'y a pas eu jusqu'à présent de difficultés à cet égard, mais si la crise de confiance devait atteindre notre pays, il est possible que l'on se trouve, malgré les précautions prises par les banques pour garantir leur liquidité, dans une situation analogue à celle de nombreux pays étrangers ; un retrait de capitaux et des sorties d'or pourraient mettre le public en défiance et compromettre la solidité des banques ; mais rien de tel ne semble devoir être envisagé à l'heure actuelle.

A l'inverse, les besoins de l'industrie en période de prospérité et la spéculation à la hausse peuvent nécessiter une grande demande de crédits, quel que soit le taux de l'intérêt. En un mot, la demande de crédits a ses variations propres. Pour toutes ces raisons, l'action des banques d'émission ne peut avoir que des effets relatifs, et encore faut-il se rap-

peler, en ce qui concerne les prix, que la répartition des crédits entre la production et l'épargne joue un grand rôle. On aperçoit ainsi une fois de plus, qu'il est impossible d'agir d'une manière efficace sur le niveau général des prix des marchandises par une politique monétaire, si habile qu'elle soit, et qu'en aucun cas un simple indice des prix de gros ne reflète les fluctuations de la monnaie et du crédit.

§ 3. — LES CONSÉQUENCES DES DÉPLACEMENTS D'OR.

Lorsqu'on dit que l'or est le régulateur du crédit, cela signifie que la banque d'émission subordonne sa politique de crédit à la défense de son encaisse. Quel que soit le système admis par la loi, il existe généralement dans la pratique une proportion minima entre l'encaisse-or et les devises de la Banque et ses engagements ; le rôle de l'institut d'émission étant d'assurer la convertibilité de ses billets, il est nécessaire de limiter l'émission de ceux-ci grâce à la politique du crédit. Il s'ensuit qu'une large encaisse permet à la Banque de s'engager davantage, tandis que la rareté de l'or et des devises provoque des mesures restrictives du crédit. Il faut remarquer d'ailleurs que le problème se pose d'une manière analogue pour les banques privées lorsque celles-ci possèdent des devises ; depuis la guerre, elles ont acquis une assez grande indépendance à ce point de vue ; possédant des devises, elles n'ont pas toujours eu besoin de s'adresser à la banque centrale et de demander de l'or pour effectuer des paiements à l'extérieur. Ceci dit, il est certain qu'à l'heure actuelle, la presque totalité de l'or qui n'est pas thésaurisé par les particuliers est centralisé dans les banques d'émission ; les déplacements d'or ont par conséquent une répercussion sur les avoirs de celle-ci et provoquent des mesures de sa part.

Un premier principe, tout à fait simple, consiste en ceci qu'un afflux d'or dans un pays déterminé, s'il ne provient pas de la conversion de devises déjà détenues par la banque d'émission ou par les banques privées, est de nature à entraîner un élargissement du crédit. Cela ne signifie pas que le volume du crédit augmente en fait, mais simplement que la banque centrale peut prendre des mesures favorables au crédit. En ce qui concerne l'effet pratique de ces mesures, il faut tenir compte de toutes les réserves qui ont été faites précédemment. Si un afflux d'or se produit en période de crise économique, le crédit ne se développe pas ; c'est ainsi que les entrées d'or aux Etats-Unis, à partir de 1920, ont coïncidé avec des remboursements de crédits des banques affiliées aux banques fédérales de réserve. Ce que l'on peut affirmer seulement, c'est qu'au moment où le développement des affaires reprend, l'accroissement du stock d'or permet d'élargir le crédit ; aux Etats-Unis encore, les banques de réserve ont pu, entre 1925 et 1928, maintenir toutes un taux d'escompte constamment inférieur aux taux pratiqués en Europe à la même époque (à l'exception seulement des Pays-Bas et de la Suisse) et faciliter l'inflation de crédits. En France, depuis quelques années, l'encaisse-or s'est constamment accrue sans que le volume du crédit ait suivi la même progression, mais la marge actuelle entre la proportion légale et la proportion réelle de l'encaisse aux engagements est telle que si une période de prospérité venait à commencer, le taux d'escompte serait bas et le crédit facile.

Le second principe relatif aux entrées d'or peut s'énoncer de la manière suivante : un afflux d'or ou de devises représente pour les banques, dans une mesure plus ou moins large, un accroissement de leurs disponibilités lorsque ces entrées de métal précieux ou de devises accompagnent soit un excédent de la balance des revenus, soit un afflux de capitaux étrangers vers le pays considéré, soit encore le

rapatriement de capitaux de la part des particuliers qui ressortissent de ce pays. Dans les trois cas, ce sont des fonds nouveaux qui viennent s'y placer ; s'ils ne servent pas immédiatement à l'acquisition de marchandises, ils viennent accroître les dépôts des banques et, par suite, faciliter le crédit. C'est ce qui s'est produit en Amérique au début de 1929 ; les fonds étrangers étaient pour la plupart, mis en dépôt dans les banques américaines qui les prêtaient aux spéculateurs. Si, par contre, ce sont les étrangers eux-mêmes qui cherchent à retirer un bénéfice de la spéculation sur les titres, sur les valeurs immobilières, ou même sur les marchandises, les banques n'interviennent pas et il n'y a pas d'inflation de crédit, mais les prix et les cours en subissent les répercussions. En tout cas, ce second principe est relatif aux entrées de devises aussi bien qu'à l'afflux d'or ; on sait que certains mouvements de capitaux n'entraînent pas nécessairement un déplacement d'or ; cependant ils viennent accroître les disponibilités des banques et agissent sur le crédit. Au contraire, le principe ne peut pas s'appliquer aux entrées d'or dues à la conversion de devises, soit par la banque d'émission, soit par les banques privées car elles ne représentent aucune modification des avoirs des banques et n'ont d'influence ni sur le crédit, ni sur le niveau des prix et des cours.

Le danger des mouvements de capitaux à court terme consiste dans la facilité avec laquelle ils changent de sens, soit à la moindre menace, soit par suite de l'attraction d'un taux d'intérêt élevé sur d'autres places, soit encore pour les besoins du pays prêteur. Lorsque les banques se servent des fonds qu'elles obtiennent de l'étranger pour s'engager à plus ou moins long terme, lorsque la banque d'émission, comptant sur l'or ou les devises qui ont accompagné ces capitaux, facilite le crédit, elles s'exposent à voir brusquement leur encaisse se réduire et à se trouver dans une situation difficile. Les banques d'émission doivent donc faire

un effort pour éviter l'inflation de crédits qui peut se développer à la faveur des mouvements de capitaux et de l'afflux d'or ; mais les moyens dont elles disposent ne sont pas toujours suffisants ; elles peuvent difficilement empêcher les banques privées de profiter d'un afflux de fonds ; si pour resserrer le crédit, elles élèvent le taux de l'escompte, les capitaux étrangers sont attirés de plus belle. C'est donc, semble-t-il, aux banques privées qu'il appartient d'avoir une politique assez prudente pour ne pas s'engager à long terme lorsqu'elles sont exposées à des retraits de fonds, et pour ne pas favoriser des spéculations de bourse, dont elles retirent d'ailleurs un important bénéfice. La banque d'émission ne peut que restreindre partiellement le crédit, ou, si l'on veut, elle ne peut « stériliser » l'or que d'une manière toute relative, et encore faut-il remarquer que cette stérilisation n'aurait pas nécessairement pour effet une baisse des prix, comme on l'affirme assez souvent : le resserrement du crédit ralentirait le développement de l'outillage, la production deviendrait moins forte et l'offre de marchandises diminuant, les prix auraient tendance à s'élever.

Quel que soit le danger d'une trop grande abondance d'or, il est nécessairement moins grave que celui d'une raréfaction excessive due aux sorties d'or et à la thésaurisation. Ici encore, deux principes peuvent être posés : d'une part, un appauvrissement de la banque d'émission en or et en devises est de nature à restreindre le crédit et peut conduire à l'inconvertibilité de la monnaie ; en second lieu les sorties d'or et de devises qui accompagnent des retraits de capitaux de la part des étrangers, l'exportation par les nationaux d'une partie de leurs avoirs bancaires, ou encore un déficit de la balance des revenus, ou bien enfin la thésaurisation de monnaie, ces sorties d'or et de devises, donc, représentent une diminution des avoirs des banques dans le pays considéré.

Lorsque la proportion entre l'encaisse de la banque

d'émission et ses engagements arrive aux environs de la proportion minima exigée par la loi ou par la tradition, il devient nécessaire pour provoquer des mouvements favorables de capitaux et pour agir sur le change, d'élever le taux de l'escompte et, par conséquent, de restreindre les facilités de crédit. En outre, les avoirs des banques privées à l'étranger se réduisant, celles-ci sont obligées, pour se procurer des fonds liquides, de faire appel au réescompte et aux ouvertures de crédit de la banque centrale et de restreindre leurs propres ouvertures de crédits. Pour ces deux raisons, lorsque des sorties d'or se produisent, le crédit est resserré, — toutes réserves étant faites sur l'influence des variations propres de la demande de crédit. —

Il est vrai que s'il se produisait en France des événements de ce genre, la marge conservée par la Banque de France serait encore très large ; mais ce n'est qu'un cas exceptionnel : dans la plupart des autres pays, les effets de la pénurie d'or se sont fait sentir depuis le deuxième semestre de 1931 ; les sorties de capitaux dûes au manque de confiance dans les différentes devises, la thésaurisation des pièces et des lingots d'or ont réduit les encaisses métalliques. Les procédés habituels ont été insuffisants pour arrêter les sorties d'or et l'on a dû prendre des mesures rigoureuses, interdiction d'exporter les capitaux et contrôle des changes, mesures facilitées d'ailleurs par la crise du commerce international ; enfin de nombreux pays ont dû abandonner l'étalon-or. Lorsque les sorties d'or et de devises sont continues, la banque d'émission est ainsi obligé de prendre des mesures rigoureuses pour éviter le cours forcé. Encore faut-il ajouter qu'aucune politique d'escompte ou d'opérations sur le marché libre n'est efficace contre une crise de confiance comme celle que traverse le monde entier, ou à peu près, depuis 1931. C'est par conséquent la menace du cours forcé et la panique qui en résulte qui sont le plus à craindre dans le cas des sorties d'or.

En outre, lorsque la fuite des capitaux entraîne la rarefaction de l'or et des devises, les banques subissent le contre-coup des retraits de fonds et octroient plus difficilement de nouveaux crédits. En même temps, lorsque les achats de marchandises et de valeurs se raréfient lorsque les capitaux qui pourraient être utilisés dans le pays même vont se placer à l'étranger ou lorsque, la balance des revenus étant défavorable, le pays s'appauvrit; le niveau des prix et des cours a ainsi tendance à baisser, particulièrement lorsqu'il s'agit d'une crise de confiance, alors que le public évite les placements et les achats.

En définitive, il ne peut pas être question d'action automatique des déplacements d'or sur le volume du crédit, même si l'on assimile à l'or les devises étrangères. Il est bien vrai que l'abondance ou la rareté du métal permettent à la banque d'émission de donner de plus ou moins grandes facilités au crédit : mais il ne s'ensuit pas que le volume du crédit varie en fait proportionnellement à celui de l'encaisse-or ; il est vrai également que dans certains cas un afflux d'or coïncide avec un accroissement des disponibilités des banques ; mais cela ne signifie pas que le volume des dépôts ne varie pas en fait dans un sens différent sous l'influence d'autres facteurs.

Devant la diversité et l'indépendance de tous les éléments en présence, il est donc impossible d'affirmer que l'or exerce une influence automatique sur les prix ; ce ne serait qu'un retour à la notion de pouvoir d'achat de l'or ou même à la théorie quantitative de la monnaie sous sa forme la plus simple. C'est ce qui ressort très clairement du mémoire déjà cité de Sir Henry Strakosch sur *L'Or et le Niveau des Prix* dont la phrase suivante est caractéristique : « Si la proportion de la circulation et du crédit par rapport aux réserves d'or monétaire reste constante, le niveau des prix ne sera stable que si le montant des réserves d'or monétaire est augmenté proportionnellement à l'augmentation de la

production ». L'auteur admet que la somme des disponibilités monétaires et du crédit, opposée au volume de la production, détermine le niveau des prix des marchandises, ce qui est inexact ; il admet que la proportion de la circulation et du crédit aux réserves d'or monétaire peut être constante, ce qui est impossible.

En réalité, les déplacements d'or peuvent avoir une influence sur le crédit et sur les prix, mais cela ne signifie pas que ni le crédit ni les prix ne varient uniquement en fonction de l'encaisse-or de chaque pays ; et si l'on peut parler de modification du pouvoir d'achat de l'or dans le monde, cela veut dire que le niveau général des prix mondiaux s'abaisse ou s'élève (en entendant le mot « prix » dans son sens le plus large) mais non pas que ce sont les variations de la production de l'or ou les déplacements de métal qui ont seuls provoqué cette baisse ou cette hausse.

CHAPITRE III

L'ETALON-OR ET LA PERIODE D'APRES-GUERRE

Au cours des chapitres précédents, nous nous sommes efforcés de dégager des principes généraux, tels qu'ils résultent des conditions économiques communes aux différents pays, sans tenir compte de leurs particularités du point de vue bancaire. Pour vérifier ces principes, il va falloir entrer dans l'étude plus détaillée des mouvements d'or qui se sont produits au cours des dernières années, de leurs causes et de leurs effets sur les prix et sur la production. Nous verrons que la politique des grandes banques d'émission s'est inspirée de principes semblables, quoique dans des conditions différentes et avec un plus ou moins grand succès; et nous aurons à nous demander dans quelle mesure cette politique est responsable de la crise actuelle, ou au moins de son aggravation. On sait que, suivant une opinion assez répandue, la crise économique de 1929 ne serait qu'une crise monétaire, et la baisse des prix serait due à l'insuffisance des moyens de règlement ; nous avons dégagé précédemment les principes qui permettent de résoudre ce

problème. Il reste à vérifier en quelque sorte expérimentalement les idées générales qui ont été exposées.

La période d'après-guerre est à cet égard la plus instructive et la plus intéressante. Grâce à l'adoption dans la plupart des pays européens du système de l'étalon-or lingots, on peut connaître plus exactement les mouvements de l'or, par la lecture du bilan de la banque d'émission. Avant la guerre, il fallait se reporter aux statistiques douanières, beaucoup plus imprécises puisqu'elles comprennent l'or destiné à des besoins industriels et l'or importé en vue d'une thésaurisation. L'adoption du gold-bullion standard a permis également aux banques d'émission d'agir plus directement puisque les variations du stock métallique ont une répercussion immédiate sur la proportion qui existe entre l'encaisse et les engagements de la banque ; l'étude des mouvements d'or, en France particulièrement, est donc plus facile et plus instructive actuellement qu'elle ne l'était avant 1914.

La période que nous allons envisager est d'ailleurs la plus intéressante en elle-même, par sa diversité et par l'amplitude des mouvements qui se sont produits. Après quelques années de prospérité aux Etats-Unis viennent la crise économique et la baisse des prix ; après le retour de presque toutes les monnaies à l'étalon-or, l'abandon de droit ou de fait de la convertibilité en Angleterre, en Allemagne, et partout où l'on souffrait d'un manque d'or.

Pour toutes ces raisons, l'étude des mouvements de l'or au cours des dernières années va permettre de vérifier d'une manière assez complète ce qui a été dit au sujet du rôle de l'étalon monétaire ; l'étude de ce cycle économique à peu près complet allant de la crise de 1920 à la prospérité des années suivantes et à la nouvelle crise de 1929 apportera sinon la preuve, du moins la vérification des principes que l'on s'est efforcé de démontrer.

§ I. — LES MOUVEMENTS D'OR EN FRANCE
DEPUIS LA STABILISATION DE 1928.

Lorsque la quantité de monnaie en circulation augmente, disent les économistes classiques, les prix doivent s'élever; lorsque l'encaisse or de la Banque de France passe de 29 milliards de francs lors de la stabilisation de 1928 à plus de 82 milliards, lorsque la circulation fiduciaire s'élève en même temps de 59 à 80 milliards, sans parler des dépôts et des comptes-courants créditeurs de la Banque, c'est au contraire, une baisse des prix qui se produit, la plus forte qui ait été constatée depuis longtemps. Quel a donc été le rôle de la monnaie et de l'or? Peut-on attribuer à cette baisse des prix un caractère monétaire? Est-elle due, comme on l'a souvent prétendu, à la stérilisation de l'or? Même si l'on adopte cette explication, il est clair que le niveau français des prix n'a fait que suivre les indices étrangers; les produits qui ont les premiers subi une baisse sont ceux pour lesquels il existe un marché international: les matières premières, les produits alimentaires exotiques, etc.; au contraire les prix des denrées agricoles nationales sont restés stationnaires, ou n'ont baissé que plus lentement, soit en raison de conditions météorologiques, soit grâce à la politique douanière et aux contingentements. Quant aux cours des valeurs mobilières, ils ont baissé à la suite de la baisse des valeurs étrangères et des matières premières, et en raison de l'incertitude vis-à-vis des événements politiques et économiques internationaux.

Il reste à savoir si une politique monétaire appropriée n'aurait pas permis d'éviter cette baisse; et l'on va voir que sans agir d'une manière déterminante sur le niveau des prix, l'afflux d'or en France a, dans une certaine mesure,

rendu le crédit plus facile, si, par suite des circonstances il n'a pas contribué en fait à l'élargir.

Jusqu'au mois d'août 1928, les bilans de la Banque de France accusent un accroissement continu de l'encaisse or et du portefeuille des devises. Au premier bilan du nouveau régime, le 25 juin 1928, l'encaisse or s'élève à 28.934 millions de francs, les disponibilités à vue à l'étranger à 15.984 millions et les effets escomptés à l'étranger à 10.544 millions de francs. Le 3 août, ces chiffres sont respectivement de 30.993 millions, 16.810 millions et 13.604 millions de francs. Les entrées d'or et de devises étaient dues au rapatriement des capitaux français investis à l'étranger et à une spéculation étrangère sur les titres français ; c'est en effet vers le mois de juin 1928 que les valeurs françaises atteignent le sommet d'une courbe ascendante dont le point de départ peut être trouvé en septembre 1926 ; les rentes bénéficient de la reprise de la confiance et la plupart des titres profitent de la spéculation et de l'adaptation, comme on disait alors, au coefficient cinq.

Le mouvement prend fin au cours du deuxième semestre de 1926 ; mais les rapatriements de capitaux français compensent les sorties de capitaux étrangers ; l'encaisse or continue à s'accroître tandis que les avoirs de la Banque en devises diminuent. En novembre 1929, l'encaisse or atteint 40.298 millions de francs ; les disponibilités à vue à l'étranger sont tombées à 7.311 millions et les effets escomptés à l'étranger se maintiennent à leur niveau de 1928, aux environs de 18 milliards ; le total, or et devises augmente donc de 5 milliards environ en un an. A cette époque on a pu croire que la Banque de France cherchait à se débarrasser d'une grande partie de ses devises ; on y a vu également, à tort ou à raison, une mesure de pression vis-à-vis des gouvernements étrangers, notamment au cours de la discussion du plan Young ; cette politique a suscité un vif mécontentement de la part des financiers britanniques,

qui ont reproché à la Banque de France d'attirer à elle la « bouée » de l'étalon-or, à laquelle sont amarrés les systèmes monétaires des différents pays et de méconnaître la solidarité internationale. Il est exact, en effet, que la Banque de France disposait, grâce à la longue période de revalorisation du franc, d'un assez grand pouvoir vis-à-vis des banques anglaises; mais elle n'en a fait usage que d'une manière relative et pendant un temps très court; c'est surtout du côté des Etats-Unis qu'elle s'est tournée à une époque où l'abondance de l'or en Amérique effrayait un peu les dirigeants du Federal Reserve Board; au cours de l'année 1928, tandis que l'Angleterre perdait environ 7 millions de livres sterling d'or, les Etats-Unis voyaient sortir 106 millions de dollars, soit environ 20 millions de livres sterling malgré l'excédent de leur balance des revenus.

La situation change à partir du krach américain de 1929; l'or afflue par suite de retraits de capitaux français placés à l'étranger, et l'encaisse or passe de 39.006 millions de francs le 6 septembre 1929 à 42.433 millions le 4 janvier 1930; les disponibilités à vue à l'étranger et les effets escomptés à l'étranger restent stationnaires respectivement aux environs de 7 milliards et de 19 milliards. Après une nouvelle période de conversion de devises jusqu'en avril 1930, les entrées d'or deviennent ininterrompues jusqu'en juillet 1931, sans variations sensibles du stock de devises puis, jusqu'au début de 1932, avec une augmentation du chiffre des disponibilités à vue et une diminution du montant des effets escomptés à l'étranger. Le mouvement est particulièrement sensible en octobre 1931, après l'abandon de l'étalon or par la Grande-Bretagne; l'encaisse passe de 59.813 millions le 5 octobre à 67.580 millions le 6 novembre.

A partir de cette époque, l'augmentation du stock d'or de la Banque correspond avant tout à la vente des devises, dont l'importance est réduite à très peu de choses dès le

mois de juin 1932, à la veille des négociations de Lausanne et lorsque la stabilité du dollar peut sembler compromise.

A ces déplacements d'or, il faut encore ajouter ceux qui proviennent de la thésaurisation du métal. Il est impossible actuellement d'évaluer le montant des pièces d'or américaines qui sont entrées en Europe, malgré le discrédit relatif de l'étalon-or. Cependant, ces opérations qui se font sous la forme d'arbitrage, ont peu d'importance en France, mais elles agissent sur le cours des changes d'une manière indirecte. Les changes eux-mêmes subissent, en période de crise, de fortes variations dues à des éléments psychologiques ; les banques et les particuliers prennent une position à la hausse ou à la baisse d'une devise en vendant ou en achetant des devises suivant leurs besoins et la situation du marché ; les mouvements qui se produisent ainsi peuvent prendre une grande ampleur, même lorsqu'il s'agit de monnaies d'or ; c'est ainsi qu'en juin 1932 la spéculation à la baisse du dollar a coïncidé avec la liquidation par la Banque de France de ses avoirs en Amérique, provoquant de grands écarts de cours et des opérations de change multiples.

Le mécanisme du change, qui en définitive, reflète la plupart des mouvements de capitaux, est en effet infiniment complexe ; les opérations de change sont dus autant aux besoins du commerce international et aux créances et aux dettes d'un pays à l'autre, qu'à l'intérêt qu'ont les banques à profiter d'un écart de cours ou d'une différence de taux d'intérêt. Le marché des changes au comptant subit tout particulièrement l'influence de la spéculation ; lorsque les écarts, qu'ils soient dus à une balance de comptes en déséquilibre ou à la position d'une place par rapport à l'autre, deviennent importants, il arrive que le cours des devises atteigne le point d'entrée ou de sortie de l'or. Le marché étant très ouvert, qu'une panique se produise et il

devient difficile d'enrayer la baisse malgré l'intervention des banques centrales.

Au contraire, le change à terme est surtout influencé par le taux de l'intérêt sur les différentes places. On s'efforce toujours, au moins en temps normal, de placer les capitaux à terme dans les pays où le taux de l'intérêt est élevé ; en calculant l'intérêt qu'on recevra et le report ou le déport sur le change à terme, on sait à quel taux on peut placer des fonds sur tous les marchés. Dans ces conditions les variations du cours des changes à terme n'entraînent pas directement de mouvements d'or ; mais la liquidation des opérations à terme consiste souvent en opérations au comptant qui peuvent provoquer des entrées ou des sorties de métal or.

On s'explique facilement, de cette manière, que les variations du taux de l'escompte n'aient pas immédiatement pour conséquence des variations semblables du cours des changes au comptant ; cependant elles entraînent des répercussions psychologiques, en faisant espérer la hausse ou la baisse de la monnaie considérée ; en tout cas, il n'y a pas là d'automatisme, étant donné que les capitaux intéressés par les variations du taux de l'intérêt sont généralement ceux qui font l'objet du change à terme. Ce n'est qu'indirectement pour la liquidation des positions à terme que des opérations au comptant sont nécessaires, et que, par conséquent, l'influence du taux de l'intérêt provoque des déplacements d'or.

Pour en revenir aux entrées d'or en France, elles sont dues en réalité à des raisons tout autres que l'attraction du taux de l'intérêt ; celui-ci est généralement l'un des plus bas du monde ; elles ont eu pour cause le désir des banques françaises d'accroître leur liquidité et l'inutilité de conserver aux Etats-Unis des placements devenus beaucoup moins rémunérateurs et parfois même estimés comme dangereux, lorsque le dollar est attaqué comme il l'a été à plusieurs

reprises. La Banque de France elle-même a rapatrié ses avoirs. Les étrangers, à l'inverse, ont placé de l'argent en France par méfiance à l'égard de leurs banques ou de leurs monnaies.

Tout cela explique pourquoi les variations du taux de l'escompte n'ont jamais coïncidé pratiquement en France avec les mouvements d'or. Lorsque le taux de la Banque a été abaissé de 3 % à 2 1/2 % au début de juin 1930, l'encaisse or a continué à s'accroître de 300 millions en juin puis de 2 milliards en juillet, tandis que les devises et les effets négociables escomptés à l'étranger s'élevaient également de 2 milliards. Actuellement à 2 1/2 %, le taux français continue à être l'un des plus bas du monde sans que l'or ait tendance à sortir. Ce taux est d'ailleurs nominal, car les opérations d'escompte sont réduites; les transactions sur les Bons du Trésor s'effectuent actuellement sur la base de 3/4 %.

Un mouvement de défiance pourrait priver la Banque de France d'une partie de ses avoirs en or. Aucune monnaie, aussi forte que soit sa garantie, n'est indéfiniment stable; aussi faut-il redouter l'inflation, surtout lorsqu'elle sert à combler le déficit du budget. Au bout d'un temps plus ou moins long, les capitaux commenceraient à s'enfuir, la réserve d'or serait atteinte et l'inflation subsisterait sans sa garantie. Assurément, une telle solution, en créant un pouvoir d'achat artificiel, stimulerait la production et à ce titre elle peut être vue favorablement par ceux qui en attendent des bénéfices, mais l'expérience des dernières années doit écarter les gouvernants du retour à des inconvénients qu'ils ont connus.

L'inflation est, avec le réescompte et les avances de la Banque, le seul cas à l'émission de billets crée véritablement un nouveau pouvoir d'achat dans le public; en effet l'afflux d'or, on le sait, ne crée pas par lui-même un pouvoir

d'achat. C'est ce que va montrer l'étude des effets de l'abondance de l'or en France depuis 1928.

Lorsque le portefeuille commercial varie peu, comme c'est le cas au cours de la période 1928-1932, il en résulte nécessairement une variation corrélative d'une part de l'encaisse or et devises et d'autre part de la circulation fiduciaire et des comptes courants créditeurs. C'est ainsi que l'encaisse or s'est accrue de 55 milliards environ : les devises, disponibilités à vue et effets escomptés à l'étranger ont diminué de 25 milliards, soit un accroissement global de l'encaisse s'élevant *grosso modo* à 30 milliards. La circulation fiduciaire s'est accrue de 20 milliards environ et les comptes courants et comptes de dépôts de 18 milliards, tandis que les comptes courants publics diminuaient de 5 milliards.

Ce qui ressort de ces quelques chiffres, c'est que l'accroissement considérable de l'encaisse a eu pour contrepartie l'augmentation de la circulation fiduciaire jusqu'en décembre 1931, et, depuis le début de la crise l'accroissement des comptes courants créditeurs qui atteignent 24 milliards et demi en mars 1932 contre 5.471 millions le 25 juin 1928. Mais il ne faut pas en conclure que notre pays s'est enrichi dans ces proportions ; car il reste à savoir dans quelle mesure l'afflux d'or qui s'est produit représente des capitaux nouveaux qui sont venus se placer sous différentes formes sur le marché français et dans quelle proportion au contraire ce sont les banques françaises qui ont rapatrié leurs avoirs, auquel cas rien n'est changé dans les conditions du crédit ou sur le marché des titres ou des valeurs de toutes espèces. Il n'est pas facile de savoir pour le compte de qui l'or et des devises sont importés en France, ni de savoir si les francs achetés ont été utilisés pour la consommation ou pour l'épargne, s'ils ont été thésaurisés, si les banques françaises ont pu les employer, ou s'ils ont été acquis par des particuliers et

par des banques étrangères recherchant le franc comme placement. On ne peut tirer d'indications que des bilans des banques privées, en faisant des réserves sur leur présentation, et en regrettant l'absence de détails concernant les avoirs à l'étrangers ; les banques seules pourraient donner de plus amples détails et l'on est réduit à des indications très générales et très peu précises.

Quoiqu'il en soit, lorsque l'or et les devises entrent en France, il en résulte toujours un accroissement soit de la circulation, soit plutôt des comptes courants créditeurs des banques à la Banque de France, car les billets ne sont retirés de l'institut d'émission qu'au fur et à mesure des besoins du public et non pas le plus souvent à chaque entrée d'or ou de devises. Pour prendre un exemple, entre le mois d'octobre et le mois de décembre 1930, 3 milliards d'or sont entrés ; la circulation ne s'est accrue que d'un milliard, les comptes courants créditeurs de 2 milliards.

En période de prospérité, les besoins de billets sont plus grands, les comptes courants créditeurs sont assez faibles ; en période de crise la circulation se restreint ou se stabilise, tandis que les comptes courants s'accroissent lorsque l'or afflue. Tout cela s'explique facilement par le processus des entrées d'or : en effet, qu'ils correspondent à des rapatriements de fonds français ou à des placements étrangers, les achats de francs se font généralement par l'intermédiaire de banques ayant un compte courant à la Banque de France. Lorsque le cours des changes étrangers atteint le point d'entrée de l'or en France, les banques françaises acquièrent de l'or par arbitrage et vont le porter à la Banque de France qui crédite leur compte courant d'une somme correspondante ; ou bien encore les banques françaises peuvent céder à la Banque de France une partie de leurs devises, toujours en contrepartie d'un crédit correspondant à leur compte.

Si l'on suppose qu'une banque française a effectué pour

son compte des rapatriements de fonds, les choses en restent là ; le poste « avoirs en banque » est crédité d'un montant correspondant à la diminution des comptes courants débiteurs ou du portefeuille étranger et tout se réduit pour la banque à un jeu d'écritures et à une liquidité plus grande, les avoirs à la banque étant plus facilement réalisables puisqu'il suffit de demander des billets.

Si au contraire la banque a effectué ses opérations de change pour des particuliers français, ceux-ci ont la possibilité de laisser à leur banque les francs qu'ils viennent d'acquérir ou de les employer soit en achetant des marchandises soit en effectuant des placements ou encore de les thésauriser. C'est donc dans ce cas, de la volonté des particuliers que dépend l'effet de l'entrée des capitaux sur le marché national. On peut estimer qu'à l'heure actuelle, un montant assez important de billets se trouve thésaurisé par les particuliers ; lorsqu'il en est ainsi, les dépôts dans les banques diminuent, mais rien de clair ne peut apparaître dans la lecture de ces chiffres si une partie des fonds que la crise oblige à laisser inutilisés est maintenue en banque, comme c'est le cas à l'heure actuelle.

Lorsque les achats de francs sont effectués par les banques françaises pour le compte de banques étrangères, tout se réduit pour la banque française à un jeu d'écritures ; quant à la banque étrangère, elle peut à son gré conserver les francs, ou les céder à des clients désireux soit de placer de l'argent en monnaie française soit d'acheter des marchandises ou des valeurs françaises. En pratique il est à peu près impossible de savoir dans quelle mesure les mouvements de capitaux s'effectuent pour le compte des particuliers, des banques nationales et des banques étrangères. Pour ce qui est de la France, on estime généralement que des capitaux assez abondants ont été placés en francs pour le compte des étrangers ; mais il n'en est pas moins vrai que l'afflux d'or et de devises correspond pour la plus grande par-

tie aux retraits de capitaux français à l'étranger et à l'excédent de la balance des **revenus** ; en effet, les Anglo-Saxons qui jouissent de la liberté d'exporter leurs capitaux, éprouvent une grande répugnance à les convertir en monnaie étrangère ; dans les autres pays le change est contrôlé et l'exportation des capitaux est à peu près impossible. L'afflux d'or correspond donc avant tout aux retraits de capitaux français, ce qui n'a guère eu d'influence sur le crédit en France, et à l'excédent de la balance des revenus, qui au contraire, est un enrichissement ; mais en même temps la crise a frappé le revenu national et contraint les établissements de crédit à plus de prudence ; les quelques milliards provenant ainsi de la balance favorable ont été thésaurisés ou conservés par les banques comme encaisse. C'est ce qui ressort du tableau suivant, qui est emprunté à la *Revue d'Economie Politique*, et qui montre les variations des principaux postes des grandes sociétés depuis 1928 :

En millions de francs	Encaisse et banque	Portefeuille et Bons de la Défense Nationale	Avances et reports	Comptes courants débiteurs	Comptes courants créditeurs
31 Janvier 1928	5.538,5	17.192,2	1.503,9	4.617,0	27.114,8
31 Janvier 1929	5.474,9	21.387,6	2.520,2	7.321,0	34.583,0
31 Janvier 1930	5.282,5	21.091,4	2.026,1	8.493,8	34.019,3
31 Janvier 1931	7.579,3	20.858,4	1.557,0	9.207,0	34.803,1
31 Décembre 1931 ..	12.604,9	18.325,4	1.103,0	8.560,4	36.746,7

Pour prendre un exemple plus précis, l'encaisse du Crédit Lyonnais qui s'élevait à 740 millions de francs le 30 septembre 1928, atteint le 30 avril 1932, 5.734 millions de francs ; les dépôts et les comptes courants créditeurs sont, au contraire, restés stationnaires aux environs de 13 à 14 milliards. Ainsi, tandis que l'encaisse de 1932 est huit fois plus forte que celle de 1928, les placements et les dépôts ne se sont pas modifiés d'une manière appréciable. Du reste, il était difficile qu'il en fût autrement, et il ne faut pas en

conclure que les établissements de crédit français aient entièrement échappé à la crise et aux fameux « crédits gelés » en Europe Centrale ou dans les Balkans. Le portefeuille ne peut pas se prêter entièrement au réescompte pour cette raison ; mais grâce à la confiance du monde entier dans la stabilité du franc, les banques françaises ont pu pour la plupart éviter la panique subie par les banques d'Europe Centrale.

Quant aux entrées d'or, elles n'ont à aucun degré provoqué une inflation de crédit qui se serait manifestée par l'accroissement des comptes courants débiteurs et de l'escompte et indirectement par une extension du volume des dépôts.

Le rôle de l'or ou des mouvements de capitaux qui ont entraîné ceux de l'or, a donc été d'inspirer confiance et de maintenir les conditions du crédit à peu près telles qu'elles étaient avant la crise.

On constate cependant une diminution des comptes courants débiteurs et des acceptations à payer : mais ceci, dans les conditions actuelles, tient à deux facteurs différents : tout d'abord la demande de crédit est moins grande en période de crise, c'est là un phénomène tout à fait général ; en second lieu, les banques se montrent plus difficiles dans l'octroi des crédits. Les entreprises qui sont en difficulté s'adressent aux banques pour obtenir des fonds et, en ce sens, la demande de crédit augmente ; mais ces crédits sont accordés beaucoup plus difficilement, en raison des risques accrus.

C'est ainsi que les comptes courants débiteurs au Crédit Lyonnais, pour reprendre l'exemple déjà donné, après avoir atteint 4.790 millions tombent à 3.315 millions ; les acceptations à payer, après 442 millions à 219 millions. C'est la situation économique générale qui impose la restriction du crédit, de même qu'elle diminue le revenu disponible ; et

les prix baissent. On aperçoit facilement, par conséquent, que l'influence du facteur monétaire n'a pas été prépondérante ; l'or n'a nullement été stérilisé, et à aucun moment la Banque de France n'a volontairement restreint les crédits ; ce sont les circonstances économiques en général qui ont déterminé la baisse des prix et la crise actuelle.

Pendant cette période, la Banque de France n'a d'ailleurs jamais exercé le contrôle du crédit ; elle s'est contentée de maintenir un taux d'escompte bas afin de ne pas attirer les capitaux étrangers. Il est difficile de savoir dans quelle mesure le taux de la Banque a influé sur le portefeuille des banques et sur les conditions du crédit ; les bilans des banques ne donnent pas d'indications en ce qui concerne les variations respectives du portefeuille d'effets, des Bons du Trésor et des placements à court terme à l'étranger ; quant au volume des effets réescomptés par la Banque de France, il n'est pas proportionnel au portefeuille des banques, car celles-ci n'ont recours au réescompte qu'en cas de nécessité. Mais s'il est très difficile de connaître exactement le rôle de la Banque de France et les effets de la politique de l'escompte, on peut affirmer cependant que le taux d'intérêt très bas a favorisé le crédit en ce sens que les entreprises n'ont pas rencontré de difficultés pour emprunter lorsqu'elles étaient solvables ; les obstacles au développement du crédit étant ailleurs, le rôle de la banque a été à peu près passif. Sans pouvoir développer le crédit, la Banque de France en a rendu les conditions faciles ; c'est donc grâce à l'afflux d'or et de capitaux que les difficultés rencontrées à l'étranger par les emprunteurs ont été évitées ; et en outre l'encaisse actuelle a au moins pour utilité de rassurer les capitalistes français et étrangers qui ont laissé leurs avoirs aux banques, et par là de contribuer à la solidité de nos établissements de crédit.

Ainsi, malgré l'abondance d'or, il n'y a pas eu en France

d'inflation de crédits. Si le portefeuille commercial de la Banque s'était accru ou si les avances qu'elle accorde s'étaient développées, si les banques privées à leur tour s'étaient servies de capitaux nouveaux pour ouvrir des crédits, on aurait pu dire que l'afflux d'or permettait de créer véritablement un nouveau pouvoir d'achat ; il n'en a rien été. La situation actuelle, du point de vue du crédit, est peut être moins bonne qu'en 1928, et il ne faut pas certes se faire d'illusion sur la stabilité du franc ; si le budget ne pouvait pas être mis en équilibre et si l'on devait recourir à l'emprunt et à l'inflation, si, pour quelque raison, la confiance dans le franc venait à cesser, les sorties de capitaux pourraient entraîner l'or à leur suite. Si, au contraire, on parvient à mettre un peu d'ordre dans les affaires internationales et si la crise s'atténue, les banques pourraient se servir de leurs dépôts pour encourager le développement des affaires. Malgré tout, il ne faut pas oublier que la balance des revenus n'est plus en excédent et qu'il y a en France des capitaux étrangers qui peuvent, du jour au lendemain, être rapatriés ; une diminution de l'encaisse or, si elle en résultait, n'aurait pas de conséquences appréciables ; de même pour améliorer la répartition mondiale du métal-or, il serait souhaitable que les Français placent plus d'argent à l'étranger ; mais cela suppose des circonstances où il n'est pas constamment question de la confiance et de la défiance, et où les transactions s'effectuent librement et sans crainte de faillite.

En tout cas la prudence des établissements de crédit français leur a permis de traverser jusqu'ici sans trop de heurts la crise économique et la crise financière. Bien qu'il n'y ait pas eu à proprement parler de politique monétaire française depuis 1928, l'afflux d'or a eu une certaine influence, puisqu'il a permis de faciliter le crédit et de maintenir la confiance dans les banques. N'ayant exercé aucune action importante sur le crédit, l'abondance de l'or

n'a provoqué aucune hausse des prix, mais elle a permis à la France de conserver la liberté des transactions qui deviennent de plus en plus difficiles dans la plupart des autres pays.

§ 2. — LA POLITIQUE MONÉTAIRE DES ETATS-UNIS

Pendant les douze années qui ont suivi la guerre, les Etats-Unis ont été la nation la plus puissante du point de vue monétaire. Tandis que l'étalon or était abandonné presque partout en Europe, le dollar restait convertible, de telle sorte que lorsqu'il était question de prix-or, cela ne signifiait pas autre chose que les prix en dollars. Les Etats-Unis ont connu à cette époque un essor industriel, commercial et financier sans précédent et l'on ne cessait de vanter les mérites du système fédéral de réserve qui permettait de stabiliser les prix tout en enrichissant la nation.

Il est donc particulièrement intéressant de rechercher quel a été le rôle de l'or pendant cette période et dans quelle mesure la pléthore de capitaux disponibles a encouragé l'inflation de crédit et le développement industriel, agricole et commercial et d'apprécier les résultats de la politique du Federal Reserve Board, politique qui a ou qui devait consister à enrayer la spéculation et à « stériliser » l'or, c'est-à-dire à empêcher l'expansion des crédits qui pouvait se produire si les réserves métalliques avaient été utilisées au maximum.

Il est intéressant également, mais le recul manque encore pour en juger, de savoir quel est le rôle de l'or dans la crise monétaire qui a été marquée en 1931 et en 1932 par une forte diminution des réserves d'or des banques de réserve. Nous nous bornerons pour cette période à d'assez

brèves indications, car les données dont on dispose actuellement sont incomplètes et il serait prématuré d'en tirer des conclusions alors que tous les symptômes de crise ne se sont peut-être pas encore manifestés.

D'une manière générale et à l'exception de l'année 1919, l'encaisse métallique des banques de réserve s'est constamment accrue pendant la guerre et les premiers années qui l'ont suivie. Les Etats-Unis ayant presque seuls conservé la convertibilité de leur monnaie, attiraient l'or nouvellement produit et une partie de l'or européen, à la faveur de l'excédent de leur balance commerciale et de leurs créances sur l'Europe. Malgré la crise de 1920, les importations d'or atteignent 650 millions de dollars en 1921 ; en 1922, 1923 et 1924 les importations continuent à raison de 200 à 300 millions de dollars par an. La balance des comptes étant favorable, l'or afflue dans la mesure où les débiteurs étrangers peuvent s'en procurer ; en même temps les créances des Etats-Unis sur l'étranger deviennent de plus en plus importantes. En 1924, le stock d'or détenu en Amérique atteint presque son maximum, à la fin de la période de suprématie du dollar.

Une deuxième période commence en 1925, lorsque l'Allemagne et la Grande-Bretagne reviennent à l'étalon-or. L'effort des Etats-Unis consiste alors à favoriser la stabilisation des monnaies européennes et à constituer auprès des banques d'émission une réserve d'or et de devises suffisante. L'emprunt Dawes marque l'inauguration de cette politique ; plus tard, un crédit est consenti à la Banque d'Angleterre pour la revalorisation de la livre sterling ; mais la monnaie anglaise n'est pas attaquée et le crédit américain n'est pas entamé. De leur côté, les banques américaines consentent des emprunts et effectuent des placements à l'étranger. Jusqu'en 1930, les Américains continuent à investir au dehors une partie de l'excédent de leur balance des comptes ; des emprunts sont consentis en Argentine et au Brésil en

1926 ; des placements s'effectuent en Allemagne, entre 1924 et 1930, à concurrence de plus d'un milliard de dollars. Les sorties d'or qui en résultent n'arrivent pas toujours malgré cela à compenser les entrées dues à l'excédent permanent de la balance des comptes ; car ces crédits qui sont consentis en dollars, sont souvent suivis, non d'exportation d'or, mais d'exportation de marchandises vers l'Allemagne en particulier. Les restrictions à l'importation des marchandises étrangères et l'abondance des matières premières assurent aux Etats-Unis une balance commerciale très favorable, et la balance des comptes reste largement créditrice malgré les dépenses des touristes à l'étranger et les envois des émigrants.

Les placements de capitaux à l'étranger entrent ainsi en ligne de compte, à partir de 1925, à côté des excédents de la balance des revenus ; en même temps les placements et les retraits de capitaux étrangers aux Etats-Unis prennent une plus grande importance. Déjà, au cours des premières années de paix, le placement en dollars représentait pour les Européens, la sécurité absolue et dans la mesure où l'on pouvait tourner les lois concernant l'exportation des capitaux, les dépôts étrangers dans les banques américaines avaient commencé à s'accroître ; vers 1925, le maximum est atteint et, à partir de la reprise de la confiance dans les monnaies européennes, des retraits de capitaux se produisent. Mais à la fin de 1928 la tendance change de nouveau, et les capitaux européens reviennent en Amérique afin de profiter du taux d'intérêt très élevé, ou même directement en vue de la spéculation de bourse ; à cette époque, le montant des avances aux brokers pour le compte de correspondants étrangers atteint plusieurs milliards de dollars. L'or afflue de nouveau aux Etats-Unis malgré la continuation des placements extérieurs.

Après le premier krach de la bourse de New-York, les capitaux européens se retirent ; mais les sorties d'or vers

l'Europe qui en sont la conséquence, sont compensées par des entrées de métal provenant de l'Amérique du Sud, de l'Argentine en particulier, où la crise des matières premières commence à se faire sentir ; puis les événements d'Allemagne provoquent des retraits de capitaux américains et l'or sort d'Allemagne à destination des Etats-Unis. De ces courants contraires le plus fort est celui des entrées d'or, et l'encaisse-or des banques de réserve atteint son maximum en août 1931 avec 4.975 millions de dollars.

Les mouvements de capitaux ont donc été suivis à peu près constamment de mouvements d'or pendant toute cette période. En premier lieu les oscillations du cours des changes ont entraîné des entrées et des sorties de métal or, par le jeu des golds-points ; c'est de cette manière que les Etats de l'Amérique latine ont vu leur encaisse métallique se réduire et que la Reichsbank a perdu brusquement une grande partie de l'or et des devises qu'elle possédait. C'est ainsi également que s'expliquent les entrées d'or au moment de la hausse des titres à Wall Street. D'un autre côté, les crédits accordés aux banques d'émission et l'abondance des dollars détenus par les banques centrales en Europe ont permis à celles-ci, si elles le désiraient, d'acquérir de l'or sans que le cours du change ait atteint le point de sortie ; les banques privées étrangères pouvaient de même demander aux banques américaines le remboursement en or de leurs dollars. Dans les deux cas, qu'il s'agisse de la conversion volontaire de dollars en or ou que le cours du change ait atteint le gold point, le transfert de dollars en monnaies étrangères ou réciproquement a été nécessairement suivi de déplacements d'or.

Toutefois il n'en est pas ainsi de tous les mouvements de capitaux. On sait qu'il faut, à cet égard, faire une distinction entre les placements en monnaie étrangère et les placements en monnaie nationale. Ceux qu'ont effectués les Américains, qu'il s'agisse d'avances aux banques d'émis-

sion ou aux banques privées, ou d'émission de titres étrangers sur le marché américain, ont toujours été libellés en dollars. L'étranger qui devenait possesseur de ces dollars pouvait les conserver pendant un certain temps, ou les utiliser pour acheter des produits américains, ou encore les convertir plus ou moins rapidement en monnaie étrangère ; dans les deux premiers cas, il n'y avait pas de déplacement d'or ; dans le troisième, ce n'est qu'au moment de l'opération de change ou de la conversion des dollars en or qu'il pouvait s'en produire ; c'est ce qui s'est réalisé en ce qui concerne l'Allemagne, qui a pu acquérir de l'or grâce aux prêts américains.

Au contraire l'acquisition de dollars par les étrangers et, éventuellement, la vente de dollars par les Américains agissent directement sur le cours des changes ; et de même lorsque les Américains demandent le remboursement des crédits qu'ils ont consentis, leurs débiteurs peuvent être brusquement obligés de se procurer des dollars, s'ils ont utilisé ceux dont ils disposaient ; le change se tend, et il peut se produire des mouvements d'or.

En fait, il se trouve que les placements américains en monnaie étrangère ont été insignifiants tandis que les placements étrangers en dollars ont été très importants. Les mouvements d'or ont donc dépendu de la volonté des étrangers, soit qu'ils aient converti les dollars empruntés, soit qu'ils se soient procuré des dollars. Lorsque les Américains plaçaient à l'étranger leurs capitaux disponibles, l'or ne sortait pas immédiatement puisque ces placements s'effectuaient en dollars ; les Américains pouvaient bien hâter les entrées d'or en convertissant l'excédent de leur balance des revenus ou en demandant le remboursement des crédits qu'ils avaient consentis ; mais il ne dépendait pas d'eux de faire sortir l'or des Etats-Unis, sinon en achetant des devises étrangères, ce qu'en pratique ils ne font presque jamais.

Pour éviter des déplacements trop importants, les banques de réserve ne disposaient que d'un seul moyen : le taux de l'escompte ; si elles avaient pu exercer le contrôle du taux de l'intérêt et si les circonstances leur avaient permis de l'abaisser suffisamment, elles auraient pu au moins éviter l'afflux de capitaux étrangers ; mais à cette époque les variations du taux de l'intérêt étaient indépendantes de celles du taux de l'escompte, et les banques de réserve étaient, nous l'avons vu, dans l'alternative ou de favoriser la spéculation en abaissant le taux de l'escompte, ou d'attirer les capitaux étrangers en l'élevant ; dans ces conditions le contrôle du crédit par le moyen de l'escompte devenait à peu près impossible.

Lorsque la tendance change une fois encore au milieu de l'année 1931, ce sont de nouveau les étrangers qui provoquent les sorties d'or. Après la chute de la livre sterling, la défiance des capitalistes européens s'étend jusqu'à la monnaie américaine elle-même : non seulement les capitaux placés en dollars sont en grande partie rapatriés, mais différents mouvements de spéculation à la baisse provoquent des sorties d'or. La situation économique semble empirer, le chômage s'étend, les faillites se succèdent dans les Etats agricoles du Centre et de l'Ouest. En outre l'espoir d'un bénéfice à la baisse du dollar et le peu de risques courus conduisent les étrangers à vendre des dollars à découvert et à liquider leurs avoirs américains. On assiste de cette manière, à des attaques répétées de la part des marchés européens, notamment de celui de Londres, et les sorties d'or prennent à diverses reprises des proportions inquiétantes. La position de vendeur à découvert ne peut évidemment pas être maintenue pendant très longtemps, et les rachats font remonter le cours du dollar ; mais l'or sorti ne revient pas, si les opérations sont faites entre le dollar et la livre qui est inconvertible : on constate seulement une baisse de la livre sterling ; l'or ne revient aux

Etats-Unis que s'il s'agit de spéculateurs français ou hollandais : c'est pourquoi la réserve d'or des Etats-Unis s'est trouvée assez amoindrie, après les attaques de 1931 et 1932.

Si l'on peut dire, par conséquent, que ce sont encore les mouvements de capitaux qui ont provoqué les sorties d'or, cela ne signifie pas que le taux de l'intérêt y soit pour quelque chose. Le taux de l'escompte de la Banque Fédérale de réserve de New-York a été fixé depuis le mois d'octobre 1931 à 3 1/2 %, alors que celui de la Banque de France et de la Banque d'Angleterre n'est que de 2 1/2 %. C'est la crainte ou l'espoir d'une dépréciation du dollar qui ont provoqué les deux crises principales, à la fin de 1931 et en juin 1932 ; leurs causes ont été purement psychologiques et leur technique différente de celle des mouvements de capitaux que l'on peut considérer comme normaux ; il s'agit pour chaque banque et pour chaque spéculateur de profiter d'un écart de cours, même à l'intérieur des gold-points ; l'arbitrage intervient, et d'un jour à l'autre le cours des changes subit des écarts qui donnent lieu à des déplacements d'or parfois contradictoires.

Les réserves d'or des Etats-Unis, quoique sévèrement entamées, demeurent très fortes, et les Américains n'ont pas pris part aux vagues de défiance vis-à-vis du dollar. Il est certain que, malgré une amélioration qui est peut-être temporaire, les Etats-Unis traversent une crise très sévère, et il est possible que de nouveau l'on perde confiance dans le dollar ; quoique la stabilité du dollar soit certaine à l'heure actuelle, il n'est pas de réserve d'or qui ne puisse s'épuiser, et il faut souhaiter que les Etats-Unis puissent résoudre sans trop de difficultés le problème budgétaire, et que les banques ne soient pas compromises par les crédits gelés en Europe ; s'il en était autrement il se pourrait que les attaques des spéculateurs aient un peu plus de fondement.

Enfin, au cours de l'année 1932, comme nous avons eu

l'occasion de le montrer, les ventes de dollars ont pris une nouvelle forme : celle de la conversion de dollars en or et de la thésaurisation de l'or. Il a été possible de convertir les dollars-papier ou les dépôts auprès des banques américaines en pièces d'or faciles à thésauriser. Quoique l'ordre de grandeur de ces transactions soit inconnu, on sait que des opérations d'arbitrage interviennent depuis quelques mois sur les pièces d'or américaines ; celles-ci sont acquises par les arbitragistes pour le compte des étrangers qui les mettent d'autant plus facilement en réserve que l'on peut s'en procurer un faible montant ; c'est aux Etats-Unis, seul pays qui pratique le gold standard, qu'il est le plus facile de s'adresser pour obtenir de l'or en faible quantité alors que la Banque de France, par exemple, n'en délivre que par lingots.

Le mécanisme des mouvements d'or est donc extrêmement varié et pour cette raison, l'histoire monétaire des Etats-Unis est plus instructive qu'aucune autre. De même l'étude du fonctionnement du système fédéral de réserve pendant cette période va permettre de mettre en lumière la relativité du rôle de l'or et l'importance réelle de l'encaisse-or en ce qui concerne le crédit et les transactions en général.

Il n'est peut-être pas inutile de rappeler brièvement les grandes lignes du système fédéral de réserve, qui englobe la plupart des banques américaines et qui, après avoir été vanté comme le meilleur du monde est actuellement assez discuté aux Etats-Unis même. On sait que les douze banques fédérales de réserve jouent le rôle de banques d'émission, et qu'elles procurent aux banques affiliées les billets qui leur sont nécessaires soit contre de l'or, soit par le système du réescompte ; en cela elles ne diffèrent pas des autres banques d'émission. On sait également que les billets émis doivent être couverts à raison de 40 % par de l'or et à raison de 100 % par des effets bancables ou, à défaut par une réserve d'or supplémentaire. D'autre part les banques

fédérales de réserve doivent constamment avoir une encaisse correspondant à 35 % de leurs engagements. De même les banques affiliées doivent respecter une proportion définie entre leur encaisse et le volume de leurs dépôts ; cette proportion varie suivant le siège social de la Banque et suivant la nature des dépôts qui doivent être garantis ; l'encaisse est représenté par le compte des banques affiliées auprès de la Banque fédérale de réserve dont celles-ci dépendent.

Ceci dit, voyons quel est l'effet de l'accroissement de l'encaisse or d'une banque de réserve. Théoriquement au moins la proportion des avoirs aux engagements est plus forte et permet de consentir plus largement du crédit aux banques affiliées ; celles-ci pourront à leur tour ouvrir plus facilement des crédits. Mais dans la pratique, les choses ne se passent pas ainsi ; en effet les banques affiliées ne doivent en principe demander de crédits aux banques de réserve que pour faire face à des besoins passagers eu seulement pendant un certain temps et pour un montant inférieur à leur capital et à leurs réserves ; la loi prévoit une « mise en observation » et des pénalités pour les banques affiliées qui ne se conformeraient pas à ces prescriptions. L'inflation de crédits qui set possible ne doit donc pas se produire, ou plutôt la banque affiliée ne peut développer ses opérations que dans la mesure où l'afflux d'or accroît son encaisse, c'est-à-dire son compte créditeur à la banque de réserve ; les banques affiliées ne doivent en principe travailler qu'avec leurs propres ressources et non pas avec celles que leur procure le crédit des banques fédérales de réserve.

Toutefois celles-ci sont obligées d'accorder les crédits que leur demandent les banques affiliées pour des besoins légitimes, et en ce sens elles n'ont qu'un rôle passif. Les banques affiliées jouissent donc d'une assez grande indépendance, puisqu'elles peuvent à tout moment demander

le réescompte de leur portefeuille d'effets et d'acceptations sous les réserves qui viennent d'être faites ; l'action des banques de réserve consiste simplement à encourager ou à décourager l'appel au réescompte et elles disposent à cet effet des deux procédés classiques : le taux de l'escompte et les opérations sur le marché libre.

Chaque banque de réserve est libre de fixer son taux d'escompte et le Federal Reserve Board ne peut jamais intervenir pour unifier les différents taux pratiqués en même temps. Suivant les conditions du marché monétaire dans chaque district, le taux d'escompte peut varier ; mais en pratique les écarts ne sont pas très grands, à cause de l'interdépendance des principaux marchés, et ce sont surtout les modifications du taux pratiqué à New-York qui exercent des répercussions aux Etats-Unis et dans le monde entier.

Les opérations sur le marché libre peuvent porter d'après la loi, soit sur les fonds d'Etat, soit sur des effets de commerce et des acceptations ordinaires. Dans la pratique, c'est par l'achat et la vente de titres d'Etat que les banques de réserve augmentent et diminuent les fonds disponibles sur le marché. Il existe un comité spécial chargé de déterminer les opérations à effectuer et de donner des ordres aux banques de réserve. En période de trop grande aisance, le crédit a tendance à se développer à l'excès : on procède à des ventes de titres ; le public a besoin de billets pour régler ses achats et s'adresse aux banques affiliées ; si celles-ci achètent des titres, leurs ressources diminuent ; dans un cas comme dans l'autre les fonds dont disposent les banques affiliées diminuent, et elles sont obligées de restreindre leurs ouvertures de crédit et de faire appel au réescompte. Au contraire, en période de resserrement, la banque fédérale achète des titres et le processus est inverse ; les banques membres peuvent rembourser les crédits de réserve et développer leurs opérations.

Par le jeu du taux de l'escompte et par les opérations sur le marché libre, les dirigeants du système fédéral de réserve ont cherché à contrôler les crédits consentis par les banques et, par conséquent à favoriser plus ou moins la production afin d'obtenir la stabilité des prix.

Ils ont bien vu que pour maintenir le niveau des prix, il fallait éviter la surproduction et l'inflation de crédits : ils sont parvenus en effet jusqu'à 1926 à maintenir les prix stables, mais ils n'ont pas pu empêcher le développement du crédit, que l'afflux d'or a déterminé ou favorisé.

En théorie, l'inflation de crédits pouvait se présenter sous deux aspects différents. Tout d'abord, lorsque les banques affiliées apportent aux banques de réserve l'or qu'elles viennent de recevoir, la situation de leur compte courant s'améliore et elles peuvent étendre leurs opérations. En second lieu, la richesse en or des banques de réserve permet à celles-ci de développer leurs ouvertures de crédits aux banques membres, et de réescompter plus facilement les effets qui leur sont présentés. En pratique, tandis que l'inflation de crédits sous sa première forme s'est constamment réalisée jusqu'en 1930, le recours au réescompte a été limité à la guerre, aux premières années qui l'ont suivie et à la période de boom hoursier, entre 1927 et 1929.

Pendant la guerre de 1918 et pendant les deux années qui ont suivi l'armistice, l'inflation de crédits a été voulue, car elle était destinée à payer les dépenses de l'Etat. Tandis que la réserve d'or n'était au début de 1920 que de 2 milliards et demi de dollars environ, les crédits consentis par les banques de réserve s'élevaient à plus de 3 milliards de dollars environ ; en même temps les dépôts dans les banques membres s'accroissaient de 5 milliards de dollars environ. La souplesse du système fédéral de réserve permettait d'élargir considérablement le crédit à seule fin de payer les frais de guerre par le système

des emprunts d'Etat et par l'inflation. Les réserves d'or étaient suffisantes pour que l'on pût faire artificiellement du crédit et les circonstances particulières empêchaient de faire jouer la disposition légale interdisant aux banques affiliées d'emprunter au delà de leur capital et de leurs réserves. Cette inflation qui favorisait les achats de matériel et de vivres, et qui, indirectement, accroissait le pouvoir d'achat du public, ne tarda pas à provoquer une hausse des prix jusqu'au milieu de l'année 1920.

La crise économique de 1920-1921 permit de résorber une partie de cette inflation : tandis que les besoins de crédit diminuaient, l'or affluait, renforçant les avoirs des banques affiliées : celles-ci s'en servaient pour rembourser aux banques de réserve une partie des crédits consentis. A partir de cette époque et jusqu'en 1926, la proportion de l'encaisse-or aux engagements des banques de réserve s'est maintenue très au-dessus de la proportion légale, aux environs de 70 % tandis que l'or continuait à affluer ; le volume des effets réescomptés était à peu près stationnaire, variant seulement suivant les besoins saisonniers ; les prix de gros restaient d'ailleurs stables aux environs de 140 (l'indice 100 correspondant à l'année 1913).

Pendant cette période, l'inflation de crédits se manifestait sous son autre forme, celle de l'accroissement des disponibilités des banques privées. Les importations d'or, on vient de le voir, permettaient aux banques affiliées d'améliorer leur compte à la banque de réserve ; il ne s'en suivait pas une inflation de crédits de la part des banques de réserve qui se contentaient d'emmagasiner l'or sans développer leurs crédits ; mais les banques affiliées pouvaient s'engager davantage. C'est ainsi que le volume des dépôts des banques membres, qui était de 24.272 millions de dollars en 1920 a atteint, en 1928, 39,075 millions. Les crédits consentis augmentaient dans une proportion correspondante.

Le Federal Reserve Board s'est inquiété des conséquences de cet afflux d'or, d'autant plus qu'il n'était pas maître de l'arrêter. La trop grande facilité du crédit pouvait être un encouragement à la spéculation, les fonds disponibles étant placés en grande partie sur le marché des titres de New-York sous la forme de prêts aux brokers. C'est pourquoi un certain nombre de mesures ont été prises. Tout d'abord l'émission de « certificats d'or » couverts en totalité par un stock métallique équivalent, permet de centraliser ou de stériliser une partie de l'or détenu. Cette pratique des « gold certificates » remonte à la période antérieure au système fédéral de réserve, et l'on s'en servait à cette époque pour remplacer la circulation des pièces d'or ; pendant la guerre et jusqu'en 1920, les banques de réserve eurent besoin de tout leur stock d'or et la circulation des certificats d'or qui s'élevait à la fin de 1913 à 1.028 millions de dollars, tomba à 212 millions à la fin de 1920. Au cours des années qui suivirent, l'afflux d'or considérable étant de nature à favoriser une inflation de crédits, on trouva dans les gold certificates un moyen commode de stériliser l'or et aux demandes de papier de la part du public, les banques de réserve répondirent en émettant des certificats d'or pour un montant qui atteignit 1.068 millions de dollars en 1927.

Cette mesure ne pouvait pas être très efficace car l'émission des certificats d'or n'a jamais réduit la marge de crédit des banques de réserve jusqu'à les obliger à élever le taux de l'escompte ; à aucun moment, entre 1920 et 1931, il n'a été question pour les banques de réserve de limiter leurs ouvertures de crédit en raison de leur encaisse. Quant aux banques affiliées, elles employaient toutes leurs ressources, dans la mesure permise par la proportion légale entre leurs avoirs à la banque de réserve et leurs dépôts ; chaque jour le montant des uns et des autres était calculé et si, comme c'était généralement le cas, la proportion légale n'était pas atteinte au début de la semaine, la banque faisait appel

au réescompte de la banque de réserve, ou bien elle dénonçait une partie des prêts au jour le jour. Les banques de réserve réagissaient en forçant les banques membres à rembourser les crédits qu'elles leur avaient consentis et qui, dans l'esprit du système, étaient provisoires ; il suffisait pour cela de procéder à des ventes de titres sur le marché libre, ou éventuellement d'élever le taux de réescompte.

Il est par conséquent impropre de dire qu'il y a eu « stérilisation » de l'or aux Etats-Unis puisque le système fédéral de réserve était assez souple pour limiter les ouvertures de crédits aux avoirs des banques affiliées, c'est-à-dire à la richesse réellement existante ; mais ce sont les dépôts en banque qui se sont accrus à l'époque que nous envisageons, et qui ont permis à la spéculation de se développer comme elle l'a fait. L'afflux de capitaux étrangers et l'excédent permanent de la balance des revenus ont enrichi le marché américain, ce qui s'est traduit par l'accroissement des dépôts dans les banques américaines. Or, lorsqu'un dépôt est constitué dans une banque, il permet d'ouvrir des crédits à concurrence d'un montant aussi élevé que le dépôt lui-même ; avec le crédit ouvert, des achats s'effectuent qui permettent au vendeur de placer en banque les fonds qu'il reçoit ; ceux-ci servent à gager de nouvelles ouvertures de crédits et ainsi de suite. C'est ainsi que l'accroissement du compte « dépôts » mesure à peu près celui des ouvertures de crédits ; c'est ainsi également que l'inflation de crédits se développe en période d'activité, car la vitesse de circulation des dépôts s'accroît et les ouvertures de crédits se multiplient ; or le système de réserve prévoit bien une limite des dépôts, mais non pas une limite de leur vitesse de circulation.

Cette inflation de crédits a été l'une des causes de la crise économique et de la crise boursière qui ont éclaté vers 1929. Tout d'abord il s'est produit un gonflement des crédits commerciaux, par le développement des opérations

d'escompte et par l'extension du marché des acceptations de banque ; les conditions du crédit ont été favorables à toutes les entreprises ; mais on peut estimer que, dans un pays qui s'enrichit, le développement du crédit est normal ; et il est certain que les Etats-Unis se sont enrichis chaque année grâce à l'excédent de leur balance des comptes. Si la politique bancaire américaine doit être considérée comme l'une des causes de la crise, cela tient avant tout aux crédits trop largement ouverts à l'agriculture, et aux avances à la spéculation sur les titres.

Dans les Etats de l'Ouest et du Nord, les banques se sont livrées à des opérations à long terme destinées à développer et à moderniser l'agriculture. La liquidité de ces banques devenait ainsi plus douteuse, et leur solidité dépendait du succès des exploitations agricoles ; lorsque la crise de l'agriculture commença à se manifester, les faillites qui se produisirent donnèrent lieu à une panique parmi les déposants. De cette manière, la trop grande facilité du crédit agricole avait contribué à la surproduction et à la crise de l'agriculture, et à son tour la crise réagissait sur la solidité des banques et sur les conditions du crédit.

Plus grave encore a été l'influence des prêts à la spéculation surtout sur le marché de New-York. Les avances sur titres et les prêts aux brokers se sont en effet considérablement développés entre 1925 et 1929. Le montant total des avances aux brokers, qui était de 2.819 millions de dollars en janvier 1927 atteignit 5.500 millions de dollars en avril 1929, grâce au taux extraordinairement élevé du call money. Les banques ne pouvaient pas trouver de placement plus rémunérateur que ces avances qu'elles pouvaient en outre constamment dénoncer ; leurs clients leur demandaient également des avances pour placer de l'argent sur le marché ou pour profiter de la hausse des titres. Les étrangers, à leur tour, achetaient des dollars, ce qui avait pour effet de faire entrer de l'or et prêtaient leurs fonds

sur le marché de New-York. Ainsi, d'une part, l'utilisation par les banques de leurs avoirs disponibles pour les besoins de la spéculation encourageait directement celle-ci ; en outre l'afflux des fonds étrangers, lorsqu'ils n'étaient pas directement prêtés sur le marché, permettait aux banques qui les avaient en dépôt d'étendre leurs opérations de crédit. On s'explique ainsi que les moyens d'achat du public aient été mis à la disposition du marché des titres et non de celui des marchandises, et il est clair, que dans ces conditions, les prix ne pouvaient pas suivre la marche ascendante du cours des valeurs ; c'est vers la place de New-York qu'a été orientée toute l'activité des Etats-Unis entre 1927 et 1929.

A cet élargissement du crédit s'est joint, en 1928, un développement anormal du réescompte des effets et des acceptations. Jusqu'alors les banques affiliées n'avaient emprunté que temporairement et leurs emprunts étaient remboursés rapidement. Au milieu de 1928, au contraire, le portefeuille d'effets des banques de réserve qui s'était maintenu aux environs de 500 millions de dollars au cours des années précédentes atteignit brusquement 1.013 millions de dollars, et resta aux alentours d'un milliard de dollars pendant les trois premiers trimestres de 1929 ; le portefeuille d'acceptations atteignit en même temps 500 millions de dollars. Rompant avec la tradition et les principes du système, les banques affiliées faisaient appel au crédit des banques de réserve dans une proportion qui n'avait pas été atteinte depuis 1920.

Les banques fédérales de réserve étaient tenues de réescompter les effets qu'on leur présentait et elles ne pouvaient réagir qu'en élevant le taux de l'escompte et en vendant des titres sur le marché libre. Nous avons donné précédemment les raisons pour lesquelles une élévation du taux de l'escompte était impossible ; quant aux opérations sur le marché libre, elles n'ont pas été efficaces. Les banques

de réserve avaient acheté des titres d'Etat au cours de l'année 1927, afin de compenser les sorties d'or qui s'étaient produites et qui avaient réduit les disponibilités du marché; elles possédaient au début de 1928 environ 700 millions de dollars en titres d'Etat; mais la vente de la totalité de ces titres n'aurait pas suffi à compenser l'augmentation des crédits de réescompte que les banques de réserve ont dû consentir; à plusieurs reprises, des titres d'Etat ont été vendus à concurrence de plusieurs centaines de millions de dollars; les banques affiliées, après avoir remboursé temporairement une partie des crédits de réescompte, empruntèrent de nouveau et les banques de réserve se trouvèrent peu à peu privées de leur moyen d'action le plus efficace.

L'inflation de crédit qui coïncidait avec l'existence d'un stock d'or extraordinaire, ne pouvait donc pas être arrêtée par la politique des banques de réserve. C'est l'abondance des capitaux sur le marché monétaire qui permettait cette inflation, et c'est d'ailleurs l'afflux d'or qui avait permis aux banques américaines de rembourser leurs emprunts et qui leur avait donné la puissance d'expansion dont elles ont abusé au profit de la spéculation boursière. C'est également l'abondance d'or qui a empêché les banques de réserve d'élever à l'excès leur taux d'escompte, par crainte d'un nouvel afflux de capitaux étrangers. On est fondé, par conséquent, à dire que les mouvements de métal précieux ont été l'une des causes de l'inflation de crédits et par là, comme on va le voir, un des facteurs de crise.

Le développement des transactions boursières a eu pour premier résultat une augmentation de la capacité d'achat des détenteurs de valeurs de bourse, c'est-à-dire de la plus grande partie de la population; la hausse continue des titres profitait à toutes les classes de la société et les dépenses s'accroissaient en conséquence; les Américains vantaient l'amélioration de leur standard of living, et la vente des

articles de luxe tels que l'automobile, le phonographe ou les appareils de T. S. F. permettait aux industries correspondantes de se développer pour répondre aux besoins de la consommation et le plus souvent pour les prévenir. En même temps les conditions du marché des titres permettaient l'extension des affaires existantes et la création de nouvelles entreprises industrielles par l'émission de titres, émission rendue plus facile par la création des syndicats de placement ou « Investment Trusts ». D'après une statistique de Moody's, les émissions de nouveaux titres, non compris les obligations émises en remplacement de titres venus à échéance, se sont élevés à 10.582 millions de dollars en 1929 contre 6.175 millions de dollars en 1925. Il est évident que pour pouvoir amortir le capital ainsi investi une production toujours accrue était nécessaire ; mais depuis 1925 la rationalisation et la production en série avaient tellement saturé le marché de produits identiques et à bon marché qu'il était déjà nécessaire de vendre à crédit pour écouler les stocks ; l'indice des prix de gros avait atteint son niveau le plus élevé en 1925 et commençait à décroître malgré l'augmentation du pouvoir d'achat du public. Un nouveau développement de l'industrie devait donc conduire à une crise de surproduction le jour où l'inflation de pouvoir d'achat due à la spéculation viendrait à cesser.

La crise qui éclata en 1929 eut donc d'abord la forme d'un krach de bourse ; les possesseurs de titres, dont le revenu était faible, prirent peur. Lorsque la hausse des valeurs eut fait place à une série de chutes verticales, on s'aperçut que la production était devenue beaucoup trop considérable et que les industries étaient endettées. Les prix ne tardèrent pas à baisser de 140,4 en juillet 1928 à 98 en octobre 1931.

Si les événements monétaires n'ont pas été la cause première de la crise économique, il reste donc vrai qu'ils

ont contribué à l'aggraver. La facilité constante du crédit et surtout sa mauvaise répartition ont provoqué le développement excessif des transactions et l'endettement des industries a contribué à la gravité de la crise.

Le contrôle des transactions et des prix par les banques de réserve et le Federal Reserve Board a été illusoire pendant toute cette période et peut être faut-il en chercher les raisons dans le système fédéral de réserve lui-même. Tout d'abord les banques membres ont pu tourner les dispositions de la loi en transformant leurs dépôts à vue en dépôts à terme, qui demandent une couverture beaucoup plus faible. En second lieu le système est insuffisant pour contrôler le volume et l'emploi des crédits ouverts. Pour limiter les effets d'une ouverture de crédit, étant donné la répercussion qu'elle entraîne, il faudrait contrôler non pas seulement le montant des dépôts mais les opérations réellement effectuées, et, par exemple, fixer une proportion minima entre l'encaisse de la banque et la moyenne des retraits de fonds qui s'effectuent pendant une période déterminée; telle est d'ailleurs la suggestion du Comité d'enquête sur les réserves des banques affiliées au système fédéral de réserve.

Ceci dit, l'inflation de crédit, pour être limitée, aurait malgré tout existé à la faveur des réserves d'or et de l'accroissement des dépôts dû aux entrées de capitaux. Il y aurait eu, à un moindre degré, un développement du crédit, dont les conséquences auraient été les mêmes.

Il aurait fallu en outre que les banques de réserve puissent contrôler l'emploi des crédits et conseiller ou ordonner aux banques affiliées de s'abstenir de ceux qui seraient jugés dangereux; mais on voit immédiatement quelle emprise ce serait donner aux banques de réserve sur toute l'activité des banques privées, qui ne seraient pas libres d'agir à leur guise.

A partir de la fin de l'année 1930, la situation s'aggrave, la crise économique se transforme en crise monétaire et en crise bancaire. Auparavant le volume des dépôts reste stationnaire et seules les avances aux brokers tombent à 3728 millions de dollars en juin 1930 ; en même temps le taux de l'escompte est abaissé jusqu'à 2 1/2 %, et les banques de réserve procèdent à des achats de titres pour faciliter les conditions du crédit.

Entre le milieu de l'année 1930 et le mois de juillet 1931 les effets de la crise économique commencent à se faire sentir ; la production est ralentie ; le volume des dépôts de toutes les banques américaines tombe de 54.554 millions de dollars le 30 juin 1930 à 51.777 millions le 30 juin 1931, et les crédits et les placements passent de 58 milliards à 55.014 millions de dollars. Des faillites de banques se produisent, particulièrement dans les régions agricoles de l'ouest, mais la situation reste saine au point de vue monétaire.

A la fin de l'année 1931, la crise monétaire se transforme en crise monétaire et l'on craint une pénurie d'or. Ici encore, la crise se manifeste sous deux aspects : d'un côté les banques voient diminuer leur encaisse, les étrangers retirent leurs fonds et les Américains ont tendance à porter les leurs aux banques de réserve et non plus aux banques affiliées, ou bien ils thésaurisent l'or et les billets. Les banques membres voient donc leurs avoirs diminuer et font appel au réescompte. Les banques de réserve rencontrent à leur tour des difficultés en raison de la demande de billets et des sorties d'or. Le Federal Reserve Act exige, en effet, une couverture-or de 40 % et une couverture en papier bancable ou, à défaut, une couverture d'or supplémentaire, à raison de 100 % ; les banques de réserve ne peuvent disposer que de la « réserve libre d'or », c'est-à-dire du surplus de leur encaisse ; elles doivent remettre à l'agent fédéral de réserve les traites, les acceptations ou

l'or qui en tient lieu, en contre partie de l'émission de billets. Lorsque les banques membres ont demandé aux banques de réserve le réescompte d'une partie de leur portefeuille, cela a permis de dégager une partie de l'or immobilisé ; mais la souplesse du système s'est trouvée compromise par l'endettement progressif des banques affiliées ; en outre les banques de réserve ne disposaient pas encore d'un volume d'effets suffisant, car pour être réescomptés, les effets et les acceptations doivent offrir un certain nombre de garanties ; au bout d'un certain temps, les possibilités de réescompte ont été très limitées. Il fallait permettre aux banques affiliées de rembourser les crédits de réserve, et pour cela l'on eut recours à des achats de titres d'Etat. En même temps, des mesures législatives ont facilité le réescompte des effets et des acceptations. Le Glass Bill, du 27 février 1932, a permis aux banques de réserve de réescompter des traites que le Federal Reserve Act ne leur permettait pas d'accepter, à la condition qu'elles soient présentées par cinq banques indépendantes ; toutefois ces effets ne peuvent pas servir à gager la circulation fiduciaire ; le seul but du Glass Bill a été de permettre aux banques membres de se procurer de l'argent liquide, mais non pas d'autoriser l'émission de billets au delà des limites fixées par l'Act de 1913.

En second lieu, pour permettre aux banques de réserve de dégager une partie de leur encaisse or, on a admis que la circulation des billets pourrait être gagée par des titres d'Etat au lieu d'effets ou d'or. Comme les banques de réserve ont acquis depuis 1919 un portefeuille important de fonds d'Etat, elles n'éprouvent plus de difficultés pour obtenir des billets de l'Agent fédéral. Cette modification du Federal Reserve Act, bien que provisoire, est très importante puisqu'elle permet de tourner la disposition concernant la garantie de 100 %, et qu'elle ne laisse subsister en fait que

la couverture-or de 40 %, analogue à celle qui est exigée de la part des principales banques d'émission du monde.

La crise monétaire a conduit de cette manière à une nouvelle inflation de crédit ; les banques affiliées, gênées par les retraits de fonds, engagées et compromises en Europe par les crédits gelés, ont été obligées de s'adresser aux crédits des banques de réserve ; tous les moyens ont été utilisés pour permettre à celles-ci de réescompter le plus de papier possible. On s'est efforcé de rendre la situation des banques plus aisée et le crédit plus facile, en espérant favoriser de cette manière la reprise des affaires.

Les banques affiliées se sont donc endettées et l'on peut se demander quel sera le résultat de cette inflation voulue. Peut-être en arrivera-t-on à un nouveau développement artificiel des affaires et il faudra craindre alors que l'on n'en revienne aux erreurs de la période d'après-guerre, à la hausse artificielle des prix, aux incertitudes et aux saccades. Pour que la situation redevienne saine, il faudrait que l'on puisse éviter l'inflation, que les banques affiliées s'adaptent aux conditions nouvelles du crédit ; mais elles ne peuvent le faire que si elles conservent la confiance du public, et celle-ci dépend de circonstances diverses, en particulier de l'amélioration des finances des pays de l'Europe Centrale et du « dégel » des crédits.

La crise économique violente, la solidarité des Etats-Unis avec l'Allemagne et ses voisins, tels sont les aspects entièrement nouveaux de la situation américaine. D'un côté les conséquences de l'inflation de crédits, de la spéculation et de l'élévation exagérée du niveau de vie, de l'autre, l'effet d'une politique de placements mal dirigée, faute d'apercevoir assez clairement les défauts de l'exportation des capitaux vers l'Allemagne, entretiennent un sentiment de défiance à l'égard des banques américaines, et parfois même du dollar. Si l'on peut raisonnablement envisager dans un avenir plus ou moins rapproché, la reprise des affaires **internationales**

et le dégel des crédits américains, il n'en est peut-être pas de même en ce qui concerne l'industrie et surtout l'agriculture américaines, qui ont souffert d'un développement excessif, et qui travaillent à perte, à cause de leur énorme endettement et de la baisse des prix. En tout cas la crise monétaire proprement dite n'a pas actuellement une gravité très grande, car grâce aux mesures prises, la réserve d'or reste largement suffisante pour servir de gage à la circulation. Si la défiance vis-à-vis des banques s'aggravait, il pourrait en être autrement; si les difficultés continuaient, la crise pourrait s'accroître encore, au point d'exiger un retour, d'ailleurs infiniment probable, à l'inflation et peut-être même au cours forcé; les Etats-Unis connaîtraient alors toutes les conséquences et tous les troubles que cela comporte.

§ 3. — LA POLITIQUE DE L'OR EN ALLEMAGNE

Nous avons fait précédemment de nombreuses allusions aux phénomènes qui se sont déroulés en Allemagne depuis la création du nouveau reichsmark et aux enseignements qu'ils comportent en ce qui concerne la balance des revenus et les mouvements de capitaux; nous avons vu également que les paiements de réparations en aggravant le déficit de la balance des comptes de l'Allemagne, ont rendu plus difficile la défense de l'encaisse de la Reichsbank.

Les financiers britanniques, en particulier Sir Henry Strakosch, ont été jusqu'à dire que les paiements politiques en privant l'Allemagne d'une partie de ses avoirs monétaires ont provoqué une restriction du crédit et une baisse des prix qui serait la cause de la crise. Le fonctionnement du système de l'étalon-or aurait été troublé, et pour revenir à une situation plus saine, il faudrait annuler toutes les

dettes de nature politique. Telle est la théorie qu'admettaient au début de la Conférence de Lausanne les représentants de la Grande-Bretagne, de l'Italie et, évidemment de l'Allemagne elle-même. Ce n'est pas celle qui a triomphé et l'on verra qu'en fait les paiements politiques n'ont pas une influence aussi radicale ; leur importance, que nous croyons très grande, a été différente.

Si, en premier lieu, on confronte les chiffres de l'encaisseur de la Reichsbank en 1914 et en 1930 (en laissant de côté les quatre banques d'émission secondaires qui n'ont qu'un intérêt relatif) on constate un accroissement de plus du triple : 2.180,5 millions de Reichsmark le 15 octobre 1930 contre 613,6 millions de Reichsmark le 15 octobre 1924 ; la couverture totale, or et devises, passe entre ces deux dates de 819 millions à 2.354,4 millions R.M. Encore faut-il rappeler que les devises comprises dans la couverture des engagements à vue ne représentent pas la totalité des avoirs de la Reichsbank à l'étranger ; sont seuls admis comme couverture de la circulation les disponibilités à vue et les effets payables dans un délai de moins de 14 jours ; la Reichsbank peut acquérir des effets à l'échéance de moins de trois mois, mais seulement à titre d'escompte et dans les mêmes conditions que pour les effets allemands. Ceci dit, on constate que, malgré une balance de revenus défavorable, la Reichsbank a renforcé son encaisse jusqu'à la crise de 1930. Les détails des entrées et des sorties d'or à cette époque ont été donnés par Mr J. Bruins dans le memorandum qu'il a adressé à la Délégation de l'or du Comité Financier de la S. D. N. sur « les mouvements de l'or en Allemagne ». L'auteur montre que les entrées d'or ne se sont pas produites de la même manière avant et après 1927. Primitivement la Reichsbank achète des devises sur le marché, profitant de l'afflux des capitaux attirés par le taux de l'escompte très élevé : 10 % en 1925, contre 3 1/2 % à New-York et 4 % à Londres ; d'après Wirtschaft

und Statistik, cet afflux de capitaux atteint 1.265 millions de R.M. en 1925, 1.554 millions R.M. en 1926 et 1.411 millions R.M. en 1927. Les principaux prêteurs sont, dans l'ordre, les Etats-Unis, les Pays-Bas et la Grande-Bretagne. Pendant ce temps, la Reichsbank achète et vend des devises à un cours fixe ; elle intervient donc sur le marché comme plus tard, la Banque de France pendant la stabilisation de fait du franc. Les placements étrangers aboutissent par conséquent à un renforcement de l'encaisse de la Reichsbank qui, en contrepartie des marks qu'elle émet, obtient des dollars, des florins et des livres sterling, et comme d'autre part, les statuts de la Reichsbank exigent une couverture de 40 % des billets émis, couverture dont les trois quarts au moins doivent être de l'or, la Banque convertit en or une partie de ses devises au fur et à mesure de ses besoins.

A partir de 1927 au contraire, la Reichsbank abandonne le contrôle du cours des changes et les laisse varier dans les limites des gold points. C'est par l'intermédiaire de l'arbitrage privé que l'or afflue, à la faveur des placements étrangers. L'encaisse-devises de la Reichsbank ne s'accroît plus directement ; en revanche les banques privées acquièrent des dollars, des livres sterling et des florins et en convertissent une partie ; le résultat en est double ; l'encaisse de la Reichsbank s'accroît et la situation de la trésorerie des banques privées s'améliore.

Toutefois, à diverses reprises, la Reichsbank se trouve obligée de défendre son encaisse. En premier lieu, en 1927, le taux de l'escompte n'étant plus que de 5 % et un ralentissement des affaires ayant succédé à la fièvre de l'inflation, des retraits de capitaux se produisent et la Reichsbank perd en quelques mois un milliard de marks d'or et de devises, en particulier d'effets non admis comme couverture de la circulation. Le taux de l'escompte doit être porté à 6 %, puis le 4 octobre 1927, à 7 % avant que la crise

soit surmontée. De même à la fin de 1928 et en 1929 les entrées de capitaux étrangers sont ralenties ; les Etats-Unis qui avaient placé en Allemagne environ 1 milliard de marks en 1928 n'y placent plus, en 1929, que 165 millions R.M. La spéculation aux Etats-Unis attire à cette époque les capitaux disponibles, en leur promettant un rendement supérieur à celui que leur offre l'Allemagne, et beaucoup moins de risques. La crise devient à ce moment assez grave puisque la couverture des engagements tombe de 75 % en janvier 1929 à 41 % en avril.

Il est clair par conséquent, que pendant toute cette période l'influence prépondérante a été celle des mouvements de capitaux. Faut-il en conclure, avec certains économistes français, que les mouvements d'or ont été complètement indépendants de la balance des revenus et des paiements de réparations ? Ce serait aller trop vite ; car, quels que soient les arguments qui militent, du point de vue français, en faveur des paiements de réparations, on verra que ceux-ci exercent une action dont on doit tenir compte. Nous avons donné précédemment un extrait de la balance des paiements de l'Allemagne et nous avons fait apparaître l'importance des mouvements de capitaux ; dans ce tableau, nous avons englobé les paiements de réparations dans la balance des revenus, en les considérant comme une charge analogue à une dette d'intérêts résultant d'emprunts ordinaires ; il reste à analyser ce que cette charge a de spécial.

L'importance des réparations peut être considérée comme double, suivant une distinction devenue classique : elles soulèvent un problème budgétaire et une question de transfert. Nous n'avons pas à discuter le premier de ces problèmes et le second seul est important du point de vue monétaire ; il s'agit de savoir dans quelle mesure les paiements politiques ont réduit l'encaisse de la Reichsbank ; si cette réduction a entraîné un resserrement du crédit ; si

enfin les prix ont baissé par suite d'une perte d'or et de devises.

A l'époque envisagée, de 1924 à 1929, la balance des revenus a été constamment défavorable ; le déficit de la balance commerciale et les paiements de réparations ont obligé l'Allemagne à emprunter si elle ne voulait pas perdre de l'or. Et l'on constate en effet une élévation du taux de l'escompte et un afflux considérable de capitaux étrangers. Mais c'est à ce moment que se place l'œuvre de rationalisation entreprise par les grandes industries allemandes et qui nécessitent des réserves immenses de capitaux. La perspective d'une diminution du prix de revient permettait aux industriels allemands d'emprunter à des taux très élevés, les difficultés d'amortissement devant être compensées par les bénéfices réalisés dans la vente, surtout dans les industries très concentrées, trusts, cartels, konzerns qui fixaient leur prix de vente plus ou moins arbitrairement. La défense de l'encaisse de la Reichsbank a coïncidé par conséquent avec une politique d'emprunts à court terme à l'étranger et de placements industriels à long terme par les banques allemandes. En même temps que les industries se modernisaient, le Reich, les Etats et les villes empruntaient également en vue de réaliser un programme de travaux publics et d'urbanisme et un programme social et militaire très onéreux. Les banques étaient en mesure de consentir largement des crédits grâce à l'afflux des capitaux étrangers ; elles ont perdu de vue ce qu'il y avait de provisoire dans les placements étrangers et se sont engagées à long terme comme elles avaient l'habitude de le faire avec les dépôts de leurs clients nationaux. Aussi, suivant l'opinion généralement répandue en France, l'élévation du taux de l'intérêt a été dûe avant tout aux demandes de l'industrie allemande et des collectivités publiques ; il s'est produit un mouvement analogue à celui des Etats-Unis en

1929, lorsque le taux de l'intérêt s'est élevé indépendamment de toute politique d'escompte.

En réalité, nous ne croyons pas que cela soit exact. Si l'on se rapporte, en effet, à l'étude des périodes où le taux de l'escompte a été abaissé, notamment en 1927, on remarque que l'or et les devises sont sortis d'Allemagne et que la Reichsbank a été obligée de défendre son encaisse ; c'est l'élévation du taux de l'escompte, et non pas seulement la demande de crédits, qui a provoqué une hausse du taux de l'intérêt. On constate que les écarts sont très réduits ; en 1927 le taux de l'escompte est descendu à 6 %, et la moyenne du taux de l'intérêt des effets de 1 à 3 mois passe de 6 1/4 à 6 3/4 % seulement ; en 1928, le taux de l'escompte étant de 7 %, le taux d'intérêt se maintient entre 7 et 7 3/4 % ; en 1929, le taux de l'escompte atteint d'abord 7 1/2 % et le taux de l'intérêt s'élève jusqu'à 8 % ; lorsque le taux de l'escompte est abaissé à 7 %, le taux d'intérêt descend parallèlement ; en 1930, le taux d'escompte baisse jusqu'à 4 % et le taux d'intérêt atteint au plus bas 4 3/4 %. Nous sommes loin en vérité des écarts qui ont été relevés en ce qui concerne les Etats-Unis en 1929.

Il semble bien, par conséquent, que ce soient la balance des revenus en déficit et les paiements de réparations qui aient nécessité une politique rigoureuse de l'escompte, provoquant ainsi l'afflux des capitaux, et même si l'on admet que la hausse du taux de l'intérêt a été dûe aux demandes de crédits, il faut reconnaître que la balance débitrice rendait la situation malsaine. La charge d'intérêts grossissait sans cesse, et l'Allemagne, volontairement ou non, s'endettait journellement ; les paiements de réparations aggravaient la difficulté car, si l'on suppose que l'industrie et les collectivités publiques n'aient pas emprunté, l'or et les devises devaient sortir de l'Allemagne en raison de la balance débitrice. Cet état de choses ne pouvait certainement pas durer.

A son tour la balance commerciale a subi le contre coup des mouvements de capitaux. Si l'on suppose que l'Allemagne emprunte des dollars, il peut se faire qu'elle les utilise en Amérique, et qu'elle importe des marchandises américaines. Si au contraire ces dollars sont portés à la Reichsbank, celle-ci peut les conserver ou les convertir en or ; si enfin ils sont conservés par les banques privées, celles-ci peuvent les utiliser au bout d'un temps plus ou moins long seulement. L'effet des mouvements de capitaux sur la balance commerciale ne se produit que dans le premier et le troisième cas.

En examinant les choses d'un peu près, on constate que les entrées de capitaux ont permis avant tout aux Allemands d'effectuer à l'étranger leurs versements d'intérêts et de réparations, et, d'autre part, de convertir en marks leurs crédits en monnaie étrangère par l'intermédiaire de la Reichsbank. C'est en effet le portefeuille de devises qui a reflété le mieux les mouvements de capitaux ; une grande partie des devises empruntées ont été portées à la Reichsbank qui les a conservées ou converties en or dans le pays prêteur, et qui a fabriqué en contrepartie des marks-billets ; chaque fois qu'il en a été ainsi, aucune réaction ne s'est produite sur la balance commerciale, de telle sorte que les mouvements de capitaux n'ont été suivis de mouvements de marchandises que dans des cas exceptionnels.

Pour en revenir aux paiements de réparations, des théoriciens avaient affirmé qu'elles seraient payées grâce à un excédent d'exportations qu'elles-mêmes provoqueraient. Il aurait pu en être ainsi de deux manières différentes, soit que les créanciers étrangers aient consenti à être payés en marks qu'ils auraient été tentés d'utiliser en achetant des produits allemands, mais cette hypothèse n'a jamais été envisagée, soit que, suivant la théorie traditionnelle, il se produise des sorties d'or, une restriction de la circulation et du crédit puis une baisse des prix ; mais, à supposer que

ces phénomènes puissent se réaliser (et l'on connaît les facteurs multiples qui s'y opposent) des sorties d'or et de devises aussi importantes n'auraient pas pu être supportées par la Reichsbank et leur effet ne se serait fait sentir qu'à la longue ; l'élévation du taux de l'escompte était donc nécessaire et l'afflux de capitaux inévitable.

Nous ne voulons pas intervenir dans la querelle des responsabilités au sujet de l'Allemagne ; mais il faut reconnaître que le système ne pouvait fonctionner qu'à la faveur d'un excédent naturel et durable de la balance des comptes, ce qui supposait la prospérité et la réorganisation industrielle en Allemagne ; à l'époque du plan Dawes, ces deux conditions étaient loin d'être réalisées. La faute technique des banquiers allemands a bien été d'investir à long terme des capitaux qui leur étaient prêtés à court terme ; l'erreur plus grande encore a consisté à financer des travaux peu productifs et des programmes d'armements et d'embellissements inutiles. Mais les étrangers qui plaçaient leurs fonds en Allemagne connaissaient tout cela et couraient en connaissance de cause le risque de n'être pas remboursés ; et surtout, si ces emprunts n'avaient pas été effectués, la Reichsbank aurait été incapable de défendre son encaisse.

La période qui commence en 1930 est moins intéressante et apporte peu d'éléments nouveaux, car les mouvements d'or cessent pratiquement à partir de l'accord de Stillhaltung du 15 juillet 1931. Auparavant des retraits massifs de capitaux se produisent à partir des élections de septembre 1930. D'après le rapport du Comité d'experts de Bâle du 25 décembre 1931, les exportations de devises s'élèvent, en sept mois, à 3 milliards et demi de R.M. du 31 décembre 1930 au 31 juillet 1931. L'encaisse-or de la Reichsbank tombe de 2.216 millions à 1.363 millions R.M. Cependant, dès cette époque, la balance commerciale est devenue favorable ; les achats étrangers en Allemagne et particulièrement les achats français se sont développés à la faveur de la baisse des

prix. Cette coïncidence des sorties des capitaux et de l'excédent de la balance commerciale a permis de soutenir que le premier de ces phénomènes avait entraîné l'autre. On a montré que la balance commerciale est devenue favorable au moment où les capitaux commençaient à sortir et l'on en a conclu que les exportations de marchandises suivent très généralement les exportations de capitaux.

Nous avons vu précédemment quelles sont les conditions qui doivent être réalisées pour qu'il en soit ainsi. Si les sorties de capitaux consistent simplement dans l'exportation de devises détenues en Allemagne, il n'en résulte aucune opération commerciale entre les Allemands et les étrangers. Tout ce que l'on peut dire, c'est que les importations de marchandises étrangères, que ces devises pouvaient permettre de financer, ne peuvent plus avoir lieu. A l'inverse, si les étrangers vendent des marks, c'est l'exportation des marchandises allemandes qui devient moins probable. Si l'on prend maintenant l'hypothèse de l'exportation par les Allemands de leurs propres capitaux, cela signifie une entrée de devises en Allemagne, et cela peut conduire à des importations de marchandises étrangères dans les conditions qui ont été indiquées précédemment; mais lorsqu'il s'agit, comme en 1930, d'une fuite des capitaux, les monnaies étrangères sont recherchées non pas comme un instrument de transactions commerciales, mais comme un placement; aucun effet ne se produit en ce qui concerne la balance commerciale. Pour que les exportations allemandes soient stimulées il faut donc choisir une hypothèse encore différente : celle de l'acquisition de marks par les étrangers; et il est inutile d'ajouter que ce n'est pas ce qui s'est produit; bien au contraire l'achat de devises étrangères a eu pour contrepartie non pas des ventes de marks, mais bien souvent, des sorties d'or.

Quoiqu'il en soit, l'exportation des capitaux prend une importance telle que, le 13 juillet 1931, l'Allemagne est

obligée de suspendre ses paiements extérieurs ; le 15 juillet est adopté l'accord de Stillhaltung, par lequel les crédits étrangers sont gelés et les mouvements de capitaux étroitement réglementés. A partir de ce moment, les mouvements de l'or ne reflètent plus que la volonté du gouvernement allemand de conserver l'encaisse de la Reichsbank en faisant pression sur les importations et en dirigeant artificiellement la balance commerciale. La Reichsbank exerce en pratique un contrôle souverain sur les opérations de change et les importations sont limitées au minimum. On assiste ainsi à une expérience de monnaie dirigée, au sens le plus mauvais du mot, la restriction du commerce international, qui en est le corollaire, étant l'un des symptômes les plus graves de la crise actuelle.

Il est certain que tous les événements qui se sont déroulés en Allemagne depuis la guerre sont anormaux et qu'il ne faut pas en tirer de conclusions trop générales, comme on le fait lorsqu'on proclame la faillite et l'insuffisance du système de l'étalon-or. L'ordre de grandeur des mouvements de capitaux, l'expansion économique qui a été voulue par les industriels allemands, les emprunts considérables qui ont été effectués auprès des banques ou dans le public, tout cela est en grande partie la conséquence des troubles économiques dus à la guerre et à l'inflation ; dans un pays désorganisé, privé d'une partie de ses ressources naturelles, il était normal que l'on cherchât à reprendre la position prépondérante d'avant-guerre ; les circonstances monétaires n'ont fait que favoriser ce développement qui devait aboutir à la crise.

Du point de vue technique, il en a été en Allemagne comme aux Etats-Unis et dans tous les pays qui ont reçu un afflux considérable de capitaux dans une période de prospérité : les dépôts des banques allemandes se sont enflés et ont donné l'illusion d'une grande aisance monétaire. Les banquiers allemands ont cru qu'ils pou-

vaient, de ce fait, s'engager à long terme sans courir trop de risques ; la spécialisation bancaire n'existant pas en Allemagne, c'est avec les dépôts à court terme que les banques ont financé le développement et la rationalisation de l'industrie. Tout le succès de l'opération reposait sur la solvabilité des entreprises industrielles et sur la persistance de la confiance des déposants ; le risque était grand mais il était compensé par les bénéfices réalisés grâce au taux d'intérêt élevé.

D'après des statistiques empruntées à M. Rist, le montant des dépôts des six grandes banques allemandes passe de 1.058 millions R.M. le 1^{er} janvier 1924 à 8.923 millions R.M. le 31 octobre 1928 ; l'encaisse passe aux mêmes dates, de 565 millions à 1.226 millions de R.M. Ce développement est dû en grande partie à la mise en circulation des dépôts primitifs et à l'inflation qui en résulte telle qu'elle a déjà été décrite précédemment. Le prêt primitif, dit M. Rist dans son cours d'économie politique 1931-1932, finit par créer dans toutes les banques des montants croissants de dépôts, sur la base desquels s'établissent de nouveaux prêts et de nouvelles avances. Ces idées ont été d'ailleurs exprimées dès 1908 par Hartley Withers dans son ouvrage *Meaning of money* et les événements récents n'ont fait que les confirmer.

Les dépôts étrangers ont donc permis aux banques allemandes de développer considérablement leurs opérations de crédit sans que le danger puisse être clairement aperçu. En effet, toutes les opérations qui suivaient le dépôt primitif étaient effectuées entre Allemands, et l'on perdait de vue le caractère précaire des dépôts étrangers. Toutes les conséquences de l'inflation de crédit n'ont pas tardé à apparaître ; d'abord l'accroissement de la consommation, puis le développement de la production et la hausse des salaires. Malgré le taux d'intérêt élevé, il n'était pas question de crise du crédit. On est loin par conséquent de la thèse soutenue par Sir Henry Strakosch selon laquelle les paiements de répa-

rations auraient amené une raréfaction des moyens de paiement en Allemagne. C'est le contraire qui s'est produit, ce qui n'empêche pas que les difficultés monétaires aient été l'une des causes de la crise allemande.

En effet, à partir du jour où les capitaux allemands et étrangers ont commencé à s'enfuir, les banques se sont trouvées dans une situation très délicate ; engagées à long terme elles manquaient de liquidité et elles étaient à la merci d'une demande de retraits de fonds. La faillite de l'une des plus importantes d'entre elles, la Danat, et l'incertitude qui régnait en raison des circonstances politiques précipitèrent le mouvement ; d'un côté les réserves de devises des banques privées et de la Reichsbank ne suffisaient plus à faire face aux demandes de change étranger ; de l'autre, les banques se trouvaient dans la nécessité de restreindre leurs ouvertures de crédits et il leur était de plus en plus difficile de trouver l'argent liquide nécessaire pour rembourser leurs déposants. Pour ces deux raisons, le taux de l'intérêt s'est brusquement élevé et l'organisation du crédit a été bouleversé.

En même temps, la baisse mondiale des prix de gros éprouvait durement l'industrie allemande. Celle-ci avait obtenu un avantage sur la concurrence étrangère grâce à la rationalisation et à la baisse des prix de revient ; mais lorsqu'à partir de 1925 les prix américains ont baissé, les prix allemands sont restés stationnaires, en raison surtout de l'organisation des cartels de vente qui permettaient de fixer un prix indépendant de la concurrence intérieure. L'industrie allemande pouvait d'autant moins lutter victorieusement que l'amortissement de l'outillage l'obligeait à vendre beaucoup et cher, et que son propre marché était privé du pouvoir d'achat artificiel qui avait été dû à l'inflation de crédits des dernières années. L'expansion du crédit, en permettant aux industries de se moderniser, avait donc entraîné une deuxième conséquence : la surproduction.

Avant la crise bancaire, la crise industrielle était la conséquence de la pléthore de disponibilités des banques, c'est-à-dire des mouvements de capitaux; la défense de l'encaisseur avait permis indirectement aux industriels allemands de satisfaire leur désir de progrès, mais elle leur coûtait cher.

Lorsque la crise éclate, une restriction brutale du crédit succède à l'inflation des années précédentes; le taux de l'intérêt devient tellement élevé qu'il est impossible d'emprunter. Les crédits étrangers demeurent gelés, les banques ferment à diverses reprises et la situation devient confuse, à tel point qu'à l'heure actuelle il est impossible d'en prévoir l'issue.

Le Comité des experts réuni à Bâle en 1931 a examiné les aspects principaux de la crise allemande et s'est efforcé d'en dégager les causes et d'en chercher la solution. Avant tout il faudrait, suivant le rapport du 23 décembre 1931, consolider les prêts à court terme de l'étranger; l'Allemagne reste sous la menace de retraits de fonds dès que le Standstill aura pris fin. Cependant, d'après le rapport des experts, la situation économique allemande n'est pas mauvaise, malgré la crise, grâce à un outillage très moderne et à une dette intérieure très réduite. Il faut donc espérer qu'au bout de quelques années, l'Allemagne connaîtra une période de prospérité, qui lui apportera une balance des revenus en excédent et qui lui permettra de payer ses dettes de réparations, dans la mesure où l'accord de Lausanne les a laissées subsister.

Peut-être y a-t-il dans ces conclusions un peu trop d'optimisme, et peut-être ne tiennent-elles pas un compte suffisant des circonstances politiques de l'heure actuelle. On ne voit pas très bien comment l'on obtiendra des prêteurs étrangers qu'ils investissent des fonds à long terme en Allemagne, alors que les banques américaines qui sont les principales intéressées, sont elles-mêmes en difficulté,

et dans des conditions politiques qui rendent méfiants les déposants de tous les pays. En outre les difficultés économiques et industrielles sont telles que le nombre des chômeurs s'accroît et que la consommation se restreint ; outre l'influence du chômage sur la situation politique, il est certain que les ressources budgétaires devront en souffrir. Ira-t-on une fois encore vers l'inflation ? C'est ce qu'il est permis de prévoir.

Néanmoins il est possible qu'une amélioration des conditions internationales et de la situation politique à l'intérieur, ou d'autres événements qu'il est impossible de prévoir amènent une hausse spéculative des prix et rétablissent la confiance du monde dans le développement industriel ; dans ces conditions les prévisions pessimistes seraient démenties et l'on en reviendrait peut-être à une situation plus normale.

§ 4. — LA GRANDE-BRETAGNE ET L'ÉTALON-OR.

C'est en Angleterre que l'on a assisté au revirement le plus singulier que l'on ait pu voir en matière monétaire. Alors que le retour de l'étalon-or avait été admiré comme étant l'aboutissement d'une politique de courage et que la revalorisation de la livre sterling semblait être la condition essentielle de la suprématie du marché de Londres, ce sont les financiers de la Cité eux-mêmes qui ont salué avec le plus d'enthousiasme l'abandon de la convertibilité, en 1931, après une expérience de six années. Ce simple fait met en évidence l'importance de cette période et des enseignements qu'elle comporte.

Les mouvements d'or qui se sont produits n'ont pas atteint, il est vrai l'ordre de grandeur de l'afflux de métal en France ou des variations de l'encaisse des banques fédérales de réserve ; l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre s'est

maintenue entre 170 millions de livres, maximum atteint en juillet 1928, et 130 millions, alors, rappelons-le, que le Comité Cunliffe avait estimé qu'elle ne devait pas tomber au-dessous de 150 millions de livres. Mais l'importance de ces variations est plus grande en Angleterre que partout ailleurs ; Londres étant le principal centre financier du monde, les capitaux prêtés ou empruntés en Grande-Bretagne sont très considérables si on les compare à l'encaisse de la Banque d'Angleterre, et ils sont susceptibles de provoquer des répercussions rapides sur les conditions du crédit en Angleterre. En outre la balance des revenus en Grande-Bretagne comprend la majeure partie des transactions de ce pays ; à son tour, elle agit sur l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre et, par conséquent sur le crédit et l'aisance du marché monétaire. C'est ce qui explique que les financiers britanniques attachent autant d'importance aux questions monétaires et à la répartition de l'or, qui entraîne, en ce qui les concerne, des conséquences directes,

Quoiqu'il en soit, l'encaisse de la Banque d'Angleterre dépasse à peine, en 1925, le minimum prévu par le Comité Cunliffe, puisque la moyenne mensuelle de juillet n'est que de 159,3 millions de livres sterling. Elle tombe progressivement à 142,6 en janvier 1926. A partir de cette date, elle s'élève lentement, puis plus rapidement, elle atteint en juillet 1928, 122,2 millions de livres. Pendant la période de boom aux Etats-Unis de 1928 à 1929, et lorsque les banques françaises rapatrient une partie de leurs avoirs à l'étranger, l'encaisse or de la Banque d'Angleterre tombe rapidement ; en février 1929 elle n'est plus que de 150,2 millions de livres ; en octobre, de 130,9 millions. Après le krach de Wall Street, les capitaux n'étant plus attirés aux Etats-Unis par le taux d'intérêt élevé, l'encaisse s'élève de nouveau et atteint 155 millions de livres. A la fin de l'année 1930 et au début de 1931, les retraits de capitaux provoquent de nouvelles sorties d'or, et, malgré

le taux d'escompte plus élevé qu'à l'étranger, on ne parvient pas à éviter l'abandon de l'étalon-or dès le dernier trimestre de 1931. Au total, de mai 1925 à décembre 1930, les entrées d'or à la Banque d'Angleterre ont dépassé 97 millions de livres et les sorties d'or ont atteint 114 millions de livres.

Une très grande part du métal importé provient en premier lieu de la production d'or dans les dominions. L'or produit du Transvaal passe par Londres avant d'être redistribué dans le monde entier, et c'est ainsi qu'avant la guerre la balance des comptes de la Grande-Bretagne pouvait sans inconvénient rester légèrement débitrice ; les sorties d'or dûes à l'excès de placements au dehors étaient compensées par l'afflux du métal nouvellement produit. C'est ainsi, du reste, que les choses doivent se passer en période normale. Quant à la balance des revenus proprement dite, elle est très généralement créditrice ; voici, en effet, la comparaison du déficit de la balance commerciale et de l'excédent des exportations invisibles, commissions, revenus de placements à l'étranger, etc. :

En millions de livres sterling	1913	1925	1926	1927	1928	1929
Excédents d'importations de marchandises.	134	394	463	386	351	382
Excédents d'exportations invisibles	339	438	484	504	510	517
Solde créditeur	205	44	21	118	159	135

A l'exception des années de crise, en particulier de l'année 1926, il existe donc un solde créditeur important de la balance des revenus ; mais on remarque que cet excédent est très inférieur à ceux d'avant-guerre ; le déficit de la balance commerciale qui n'était, en 1913 que de 134 millions de livres est devenu trois et même quatre fois plus important.

Cependant, les placements à l'étranger à long terme n'ont pas été limités à l'excédent de la balance des revenus,

même compte tenu des ressources tirées de la production de l'or, en 1926; alors que la balance des revenus présentait un excédent de 21 millions de livres seulement, le montant des emprunts étrangers ou coloniaux émis sur le marché de Londres atteignait 112 millions de livres; en 1927 ces chiffres étaient respectivement de 128 et 139 millions de livres. Il est évident qu'à la longue ce serait pour la Grande-Bretagne une source d'appauvrissement que de prêter plus qu'elle ne reçoit; mais ce n'est pas la cause principale de la crise qui a éclaté.

Ce sont en effet les mouvements de capitaux à court terme qui ont, ici encore, joué le rôle essentiel. Il est très difficile de connaître avec un certain degré d'exactitude le montant des prêts et des emprunts à court terme qui se sont effectués en Angleterre; il est impossible, en particulier, de connaître le volume des dépôts britanniques à l'étranger, et il est difficile d'évaluer le montant des effets payables à l'étranger détenus en Grande-Bretagne. En ce qui concerne les dépôts étrangers à Londres, les effets et les acceptations payables en Angleterre pour le compte de clients étrangers, le rapport du Comité MacMillan donne les indications dont est extrait le tableau suivant :

En millions de £	30 juin 1927	31 déc. 1927	30 juin 1928	31 déc. 1928	30 juin 1929	31 déc. 1929	30 juin 1930	31 déc. 1930
Dépôts étrangers dans toutes les banques anglai- ses	199,3	206,1	228,4	243,7	212,7	197,4	257,8	246,7
Total des dépôts et effets libellés en sterling dé- tenus à Londres pour compte étranger	376,0	419,2	443,3	502,9	453,8	451,1	456,6	434,5
Acceptations à payer pour compte étranger	122,9	139,7	165,4	200,5	202,5	175,7	175,3	161,9

Pour obtenir plus de précision, il serait nécessaire de posséder le tableau correspondant des prêts anglais à l'étranger ; mais tel qu'il est, celui-ci est très instructif, car il permet de montrer la corrélation des différents placements à court terme et des mouvements de l'or ; on constate de cette manière, par exemple, que le développement du volume des effets et des acceptations au cours du deuxième semestre de 1928 correspond aux entrées d'or dont il a été question plus haut ; qu'à l'inverse, un an plus tard, c'est à la réduction du volume des dépôts étrangers qu'il faut attribuer les sorties d'or qui se sont produites.

En tout cas, l'ordre de grandeur des placements à court terme et de leurs variations atteint ou dépasse celui de la balance des revenus, et c'est là le fait essentiel, car c'est au déséquilibre des prêts et des emprunts à court terme qu'il faut attribuer les sorties d'or et la crise monétaire actuelle. Les prêts des banques anglaises à l'étranger ont été consentis, dans une mesure difficile à déterminer, à beaucoup plus long terme que les emprunts anglais ; ceux-ci consistaient en grande partie, on vient de le voir, en dépôts à vue, et, pour le reste, en effets à court terme ; au contraire les avances à l'étranger étaient accordées soit par l'acceptation d'effets à court terme soit sous la forme d'ouvertures de crédits à plus ou moins long terme. L'Angleterre est ainsi devenue créancière de l'Allemagne et des pays de l'Europe centrale, et les avoirs ainsi engagés étaient, même avant d'être « gelés », beaucoup moins liquides que les dettes anglaises. Lorsque pour des raisons diverses, les capitaux ont eu tendance à quitter la Grande-Bretagne, il ne pouvait se produire une réduction correspondante des prêts à l'étranger, et les sorties d'or n'ont pas pu être évitées. En fait, au cours de la courte période 1925-1931, l'Angleterre a subi les effets de trois séries d'événements : l'attraction des capitaux aux Etats-Unis, les retraits de fonds des banques françaises et la crise financière d'Europe

Centrale; après avoir triomphé des deux premières épreuves, elle n'a pas pu supporter la troisième. L'un de ces événements, du moins, pouvait être prévu, car le volume des dépôts dans les banques anglaises était grossi des capitaux français qui s'étaient réfugiés en Angleterre au moment de la baisse du franc ; en 1925 lors de la revalorisation de la livre sterling, l'encaisse de la Banque d'Angleterre se trouvait donc déjà artificiellement grossie d'un stock d'or correspondant ; mais, à cette époque, il était très difficile de s'en apercevoir et l'on pouvait espérer que l'excédent de la balance des comptes procurerait à la Grande-Bretagne le surcroît d'or nécessaire.

Pour éviter les sorties d'or, plusieurs expédients ont été appliqués sans grand succès par la Banque d'Angleterre. Elle s'est efforcée, en premier lieu, d'acquérir tout l'or disponible grâce à des achats de métal sur le marché libre ; ces achats se sont d'ailleurs poursuivis après la déclaration du cours forcé et sont destinés à reconstituer une encaisse métallique suffisante ; mais, les quantités d'or ainsi disponibles n'étaient pas assez considérables, bien que la Grande-Bretagne pût disposer de la majeure partie de l'or de ses Dominions.

En outre, pour éviter les opérations d'arbitrage sur l'or, la Banque d'Angleterre décida, en juin 1930, de ne plus admettre que les lingots d'or au titre de 916 2/3, alors que la Banque de France n'acceptait que des lingots au titre de 995 ; pour effectuer des déplacements d'or, il devenait nécessaire de procéder à un raffinage coûteux ; en outre, il n'était pas possible de raffiner assez d'or chaque jour pour réaliser tous les arbitrages ; il en résultait que les points d'entrée et de sortie d'or étaient déplacés et que les cours des changes subissaient des écarts considérables, les inconvénients qui en résultaient étaient tels que la Banque de France dut admettre les lingots au titre anglais ;

les choses rentrèrent alors dans l'ordre et les déplacements d'or continuèrent librement.

Il était clair que, pour les éviter, il fallait réaliser un redressement de la balance commerciale et réduire les prêts à l'extérieur ; c'est pourquoi les partisans de la protection devinrent de plus en plus nombreux ; grâce au concours des Dominions, ils espéraient réaliser un meilleur équilibre des importations et des exportations ; mais le parti de la protection ne finit par triompher qu'avec la constitution du ministère d'Union nationale en 1931, peu de temps avant l'abandon de l'étalon-or et les mesures douanières ne furent votées que trop tard.

Quant aux prêts extérieurs, ils étaient plus difficiles à contrôler. Il était facile d'empêcher par une pression plus ou moins ouverte les émissions de titres étrangers sur le marché de Londres ; mais il était presque impossible de contrôler le marché des capitaux à court terme car on ne voulait pas utiliser le procédé habituel : l'élévation du taux de l'escompte. On sait qu'en temps normal, le jeu du taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre permet de contrôler très strictement le volume des effets étrangers escomptés ; grâce à une élévation du taux de l'escompte et à des ventes sur le marché libre, la Banque d'Angleterre réduit les opérations des brokers qui ne peuvent plus escompter autant d'effets étrangers ; elle attire en même temps les capitaux étrangers qui cherchent un placement. L'organisation bancaire anglaise est ainsi admirablement adaptée à l'action de la banque centrale (1). Mais, pendant la période dont il s'agit, la Banque d'Angleterre n'a jamais eu recours à une véritable politique d'escompte ; elle s'est bornée à maintenir son taux officiel jusqu'en 1931, légèrement au-dessus des

(1) Sur ce point, voir notamment Hartley Withers : « Qu'est-ce que la monnaie ? »

taux étrangers, afin de concilier le souci de l'équilibre de la balance des règlements et l'intérêt de l'industrie.

Le retour à la parité-or d'avant-guerre avait mis, en effet, l'industrie anglaise en état d'infériorité vis-à-vis de la concurrence étrangère. On admet très généralement aujourd'hui que la revalorisation de la livre sterling ne correspondait pas aux conditions nouvelles, à la hausse des salaires en particulier ; et pour éviter une aggravation de la crise industrielle, il fallait donc s'efforcer de diminuer les prix de revient et de provoquer une hausse des prix mondiaux par une action monétaire appropriée. Pour ces deux raisons, un taux d'escompte bas était jugé nécessaire. En rendant les conditions du crédit plus faciles, on permettrait aux industries de produire à meilleur compte ; en réalisant entre la plupart des pays une collaboration destinée à abaisser le taux de l'intérêt, on favoriserait une extension du crédit et une hausse des prix.

Ces deux raisonnements sont assurément très discutables, mais ils étaient admis à peu près unanimement ; le rapport du Comité d'enquête sur la Finance et l'Industrie ou Comité MacMillan les formule très clairement ; ils sont cependant inexacts. En ce qui concerne les conditions du crédit et l'industrie anglaise, aucun résultat appréciable ne peut être atteint au moyen d'une politique monétaire ; étant en difficulté, l'industrie britannique ne cherche pas à emprunter ; si même il ne s'agit que du renouvellement des prêts antérieurs, ce n'est pas une faible différence de taux d'intérêt qui peut compenser les inconvénients des hauts salaires, des impôts extrêmement élevés et d'une dette qu'aucune dévaluation n'a réduite. Il est certain qu'une élévation du taux de l'intérêt aurait rendu plus difficile encore la situation de certaines industries et contribué à accroître le chômage ; l'assainissement qui, peut-être, en serait résulté ne se serait pas réalisé sans de nombreuses faillites et des troubles sociaux.

C'est ainsi que l'on en est venu à considérer comme nécessaire une entente des principales banques d'émission qui, pour remédier à la crise, devraient abaisser d'un commun accord les divers taux d'escompte, tout en laissant entre eux l'écart nécessité par les conditions du marché des capitaux. Une politique de crédit très large aurait pour effet de remédier à l'insuffisance de moyens de règlement dans le monde ; et, comme c'est à la quantité de monnaie en circulation et au volume du crédit que l'on attribue les variations du niveau des prix et la baisse actuelle, les prix ne tarderaient pas à remonter et la crise se terminerait.

Y avait-il donc en Angleterre une crise du crédit ? Nous ne le croyons pas. Le volume des dépôts bancaires, le montant des placements et des avances ont été, dans l'ensemble, à peu près stables. La Banque d'Angleterre s'est efforcée de compenser l'effet des sorties d'or par des opérations sur le marché libre ; grâce à l'achat de titres d'Etat, elle a mis des capitaux à la disposition des banques et des courtiers d'escompte ; à aucun moment on ne constate une réelle contraction du crédit. Aussi bien n'est-ce pas ce que l'on affirme : c'est, dit-on, la stérilisation de l'or dans les pays où il est abondant qui a fait baisser les prix et c'est pourquoi il est nécessaire d'abaisser le taux de l'intérêt dans le monde entier. Le but primordial qu'il faut s'efforcer d'atteindre, dit en substance le rapport du Comité Mac-Millan, c'est la hausse des prix ; si les banques d'émission ne parviennent pas, par une politique monétaire appropriée, à faire monter les prix, il n'y a d'autre issue à la crise que la faillite.

En ce qui concerne la Grande-Bretagne, c'est la faillite en effet qui s'est réalisée, peu de temps après la publication du rapport des experts ; la dévaluation de la livre sterling est venue compenser en partie les inconvénients de la revalorisation de 1925 ; dans les circonstances actuelles,

l'amélioration ne pouvait pas être très sensible, mais il est certain qu'à la longue, les prix de revient étant moins élevés, l'Angleterre sera mieux placée vis-à-vis de la concurrence internationale.

Cependant, une fois de plus, les difficultés rencontrées par la Grande-Bretagne ont attiré l'attention sur l'importance du problème monétaire; on s'est demandé s'il était possible, par une action monétaire concertée, de créer une sorte d'inflation de pouvoir d'achat, destinée à faire monter les prix; si le fonctionnement de l'étalon-or n'avait pas été entravé; si enfin, il n'était pas nécessaire de substituer à l'étalon-or un système plus souple et qui permit de réaliser la stabilité des prix; autant de questions qu'il nous reste à étudier. Il faut remarquer cependant qu'en Grande-Bretagne, c'est la situation difficile de l'industrie qui a empêché la Banque Centrale de prendre les mesures nécessaires pour maintenir l'équilibre de la balance des comptes, grâce à une politique d'escompte appropriée; et que, d'autre part, la baisse des prix qui s'est manifestée ne tenait pas à la raréfaction des moyens de paiement puisqu'il n'y a eu ni insuffisance de monnaie ni crise du crédit. Ce sont donc les circonstances économiques en général et le niveau trop haut de stabilisation de la livre sterling qui ont provoqué toutes les difficultés; il reste à savoir si une meilleure politique monétaire ne permettrait pas de les éviter à l'avenir.

DEUXIÈME PARTIE

DEUXIEME PARTIE

LA POLITIQUE DE L'OR

Les imperfections du système de l'étalon-or ont été mises en lumière au cours des chapitres qui précèdent ; on a montré qu'il n'y avait d'automatisme ni dans l'action des déplacements de l'or sur les prix, ni dans la réaction classique de la balance des comptes sur la répartition de l'or ; les expériences monétaires contemporaines ont permis d'autre part de suivre les effets de l'abondance ou de la rareté du métal-or dans chaque pays et l'on est arrivé à cette conclusion que, s'il est inexact de dire que la répartition de l'or est véritablement la cause des troubles économiques de l'heure actuelle, il faut reconnaître qu'il y aurait intérêt à éviter ou à contrôler ces déplacements d'or si l'on ne peut limiter leurs inconvénients.

Il ne s'agit pas, à notre sens, de maintenir les prix à un niveau déterminé ou de les forcer à s'élever constamment, car on sait que la répartition de l'or n'agit que d'une manière très indirecte sur les prix et que ceux-ci dépendent de bien d'autres facteurs ; il s'agit surtout d'éviter les

déplacements d'or ou plutôt de favoriser une bonne répartition du métal-or entre les banques d'émission et d'éviter les fluctuations du crédit qui résultent des mouvements d'or et de la pléthore ou de la rareté du métal dans chaque pays.

Cette question est tout à fait à l'ordre du jour puisque l'on discute actuellement le principe même de l'étalon-or dont les détracteurs sont assez nombreux. Faut-il abandonner l'étalon-or ? Peut-on trouver un système qui permette d'éviter les inconvénients actuels et qui puisse s'adapter d'une manière plus souple aux variations de la production et des échanges ? C'est la question de la monnaie dirigée à laquelle se rattachent les idées d'Irving Fischer, de J. Maynard Keynes, etc. Les théories de la monnaie sans or, que l'on croyait abandonnées, ont elles-mêmes repris une certaine influence dans le public.

Sans aller aussi loin, la question se pose de savoir s'il est possible, en conservant l'étalon-or, d'éviter les déplacements de métal et tous les éléments de perturbation qui s'y rattachent. Soit par la généralisation du gold exchange standard, soit par l'action d'une organisme commun qui serait éventuellement la Banque des Règlements Internationaux, on a cru pouvoir y parvenir. Ces deux idées, comme on le verra, ont reçu un commencement d'application pratique et il peut être question de les généraliser.

Sans avoir l'ambition de modifier le système actuel, on peut enfin se demander, dans un ordre d'idées plus immédiat, quelles sont les mesures qui peuvent être prises pour éviter les grands déséquilibres de la balance des comptes et les brusques mouvements de capitaux. Nous avons montré, au début de cette étude, que l'importance des déplacements d'or à l'heure actuelle était due aux troubles économiques du monde d'après-guerre plus encore qu'au déficit ou à l'excédent permanent des différentes balances des

revenus. En s'efforçant d'obtenir l'équilibre de leur balance des comptes et en rendant réguliers leurs emprunts et leurs prêts à l'étranger, les différents pays pourraient éviter les mouvements d'or et tous les inconvénients qu'ils comportent.

CHAPITRE PREMIER

LA REGULARISATION DES MOUVEMENTS DE L'OR

Contrairement à une opinion assez répandue en Angleterre il y a deux ou trois ans, les mouvements d'or auxquels on assiste depuis la guerre ne sont pas le résultat d'une politique arbitraire des banques d'émission ; ils sont dûs pour la plupart, soit au déséquilibre des balances des revenus des principaux pays, soit aux mouvements de capitaux. Avant de chercher s'il est possible d'améliorer l'usage de l'or ou s'il est nécessaire de transformer le gold standard, il faut donc essayer de trouver les moyens d'éviter les mouvements d'or en éliminant ou en neutralisant leurs principales causes dans la mesure du possible.

Nous n'entendons pas par là qu'une distribution de l'or différente de celle qui existe actuellement serait suffisante pour remédier à la crise actuelle ; il n'y a pas, en effet, de rapport direct entre les événements monétaires des dernières années et la baisse des prix pour la raison très simple qu'au lieu d'une restriction des moyens de paiement, monnaie ou crédit, c'est une inflation qui s'est développée dans la plupart des pays jusqu'à la crise de

1931 — date à laquelle les prix avaient déjà baissé considérablement. Cependant, il est certain qu'à différentes reprises les mouvements d'or ont favorisé soit une inflation de crédits, soit une crise financière.

C'est ainsi qu'il faut, dans chaque pays, obtenir l'équilibre de la balance des revenus et la régularisation des mouvements de capitaux. Si l'on en croit l'économie politique classique, l'équilibre de la balance des comptes doit se rétablir automatiquement ; l'abondance de l'or provoque une augmentation des moyens de règlement, une hausse des prix, un déficit de la balance commerciale et un déficit de la balance des comptes, entraînant lui-même des sorties d'or. A l'inverse, la rareté de l'or provoque une baisse des prix et une amélioration de la balance des comptes.

Ainsi présentée, cette théorie se heurte à toute une série d'objections dont quelques-unes ont été exposées précédemment. Ce qu'il faut souligner surtout, car c'est de là que proviennent de nombreuses erreurs, c'est que le volume des moyens de règlement ne dépend pas de la quantité d'or détenue dans le pays considéré. La proportion de l'encaisse aux engagements de la banque est tout-à-fait variable et le volume du crédit est, on le sait, relativement indépendant des facilités accordées par la banque d'émission. En fait, il est indéniable que le volume des moyens de règlement n'a jamais varié parallèlement à l'encaisse des banques d'émission. Mais, allant plus loin, certains partisans de la théorie de l'équilibre de la balance des comptes demandent que les pays riches en or accroissent artificiellement leur circulation fiduciaire et développent leurs opérations de crédit afin de provoquer une hausse des prix et un retournement de la balance des comptes. C'est la thèse qu'expose en particulier Sir Arthur Salter dans son livre intitulé *Recovery : the second effort*, paru à Londres en 1932. On peut concevoir deux procédés différents pour accroître volontairement le volume des

moyens de règlement, soit que l'on favorise le crédit, soit que l'on émette des billets. Par l'abaissement du taux de l'escompte, et éventuellement par des achats de titres sur le marché libre, il est possible de développer le crédit ; mais ce n'est alors qu'une inflation de crédits volontaire et l'on voit mal, par exemple, comment les Etats-Unis auraient pu favoriser le crédit plus qu'ils ne l'ont fait !

Quant au développement volontaire de la circulation fiduciaire, ce ne peut être qu'une inflation pure et simple, la banque d'émission avançant à l'Etat les fonds nécessaires pour effectuer des travaux, et dont le résultat serait la création d'un pouvoir d'achat artificiel dans le public. On peut admettre que la banque d'émission pourrait supporter une telle inflation, si elle ne dure pas trop longtemps et si elle n'effraie pas le public ; mais le problème ne serait pas pour cela résolu, car la hausse des prix n'aurait pas nécessairement pour effet un déficit de la balance commerciale, mais plutôt, dans l'état actuel des choses, une élévation des droits protecteurs. D'ailleurs, quel est le gouvernement, quelle est la banque d'émission qui prendrait la responsabilité d'une politique de hausse intérieure des prix destinée à mettre les nationaux en mauvaise posture vis-à-vis des étrangers ?

En réalité, le rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement des prix n'est pas possible ; la démonstration qui vient d'être esquissée en ce qui concerne l'abondance de l'or, serait plus facile encore dans le cas contraire ; on montrerait que la baisse des prix par la déflation ne se réalise que difficilement ; les éléments incompressibles du prix de revient, salaires et impôts, la solidarité des marchés internationaux et les mesures douanières adoptées contre les pays favorisés par leurs prix de revient plus bas empêchent le retour à l'équilibre.

Il ne faut donc pas espérer une amélioration semblable.

même à la faveur d'une politique d'inflation ou de déflation; ce serait attribuer aux facteurs monétaires une efficacité qu'ils n'ont pas. Pour que les mouvements d'or soient évités, il faut que la balance des revenus soit équilibrée et que les placements de capitaux s'effectuent régulièrement.

En ce qui concerne la balance des revenus, il existe de très nombreux moyens de l'améliorer, qu'il s'agisse des éléments visibles ou invisibles. Ce sont d'abord ceux qui sont relatifs à la balance commerciale et, avant tout, la protection douanière dont les avantages et les inconvénients sont trop connus pour qu'il soit nécessaire d'y insister. Le jeu des prohibitions et des taxes a pour résultat de décourager les importations, mais il provoque une élévation des prix intérieurs et une entrave au développement de la production, car, réduites à leur propre marché, les industries ne peuvent pas profiter des perfectionnements qui exigent la production en grande série. Chaque pays cherche à exporter sans importer et se plaint du protectionnisme des voisins sans abaisser ses propres droits. En outre, on peut comprendre qu'un pays dont la balance commerciale est très défavorable cherche à l'améliorer en protégeant au moins une partie de ses producteurs; mais lorsqu'un Etat riche, créancier des autres nations, abuse de la protection, il obtient bien un surcroît de richesse mais il interdit à ses débiteurs de s'acquitter en lui envoyant des marchandises.

Ces inconvénients sont connus de tout le monde, mais les intérêts nationaux sont les plus forts et l'on cherche dans la protection un gain immédiat sans se soucier des conséquences que le producteur protégé ignore ou met au second plan. On peut souhaiter, sans trop y croire, que des ententes internationales permettront de réduire les tarifs douaniers et de leur laisser leur utilité qui est de protéger certaines catégories de production et non tous les producteurs; mais les intérêts électoraux exigent dans chaque

pays une protection égale pour tous, ce qui ne peut aboutir qu'à des inconvénients.

Le principal rôle de l'Etat, en ce qui concerne l'équilibre de la balance des comptes, n'est pas de protéger ses producteurs en interdisant les importations, mais plutôt de favoriser les entreprises exportatrices et de diriger l'économie du pays dans un sens tel qu'un équilibre soit réalisé entre sa production, son marché intérieur et ses exportations. Le principal moyen dont on dispose à cet égard consiste dans la répartition des taxes fiscales qui frappent les différentes branches de la production et du commerce. Comme les impôts sont un élément important du prix de revient, un dégrèvement doit, en principe, faire baisser les prix et favoriser l'exportation ; l'élévation d'un impôt produit l'effet contraire. Un aménagement des charges fiscales peut donc favoriser l'exportation de certains produits à la condition que la politique douanière ne s'y oppose pas. Si l'on accorde des avantages fiscaux à des entreprises déjà protégées, les prix de vente ne baisseront pas et seul le bénéfice réalisé sera plus substantiel ; au contraire une entreprise non protégée subit davantage la concurrence internationale et une baisse de prix de revient la fera vendre à meilleur compte et exporter davantage.

Protéger les catégories de production considérées comme vitales et favoriser les entreprises exportatrices, tels doivent être, semble-t-il, les deux objectifs de la politique économique de tous les pays. En fait, la production seule s'est développée et les avantages fiscaux ont été accordés aux intérêts les plus forts qui avaient déjà exigé des droits protecteurs ; c'est ce qu'il aurait fallu éviter.

Dans le même ordre d'idées, les pouvoirs publics peuvent favoriser les entreprises de transport, trop souvent grevées de lourdes taxes ; ils doivent encourager le développement du marché financier. Ils doivent se préoccuper des questions accessoires concernant les éléments invisibles de la balance

des comptes, notamment celle de la main-d'œuvre étrangère et celle du tourisme.

L'Etat peut ainsi, par une politique économique et fiscale appropriée, favoriser les échanges internationaux et améliorer la balance des revenus. Il faut en outre que l'on parvienne à adapter la production aux débouchés et à la consommation et c'est ici qu'interviennent les ententes entre les producteurs. L'un de leurs principaux objets est, en effet, la recherche des débouchés; elles sont renseignées sur les besoins et les perspectives de la consommation et elles peuvent diriger la production en conséquence. Il est vrai que l'efficacité de ce système n'est certaine que lorsqu'il s'agit de trusts ou de cartels internationaux, groupant la plupart des producteurs, car une entente purement nationale est sujette à la concurrence étrangère et les débouchés qui lui sont ouverts peuvent être disputés; cela sera d'autant plus dangereux qu'il s'agit de trusts plus puissants dont les erreurs sont onéreuses.

Ce n'est pas, d'ailleurs, le seul inconvénient des trusts, des cartels et des « konzern » du point de vue du commerce international : ils sont trop souvent tentés de recourir au dumping pour écouler leurs produits ; plus ou moins rapidement, les pays qui en subissent les conséquences élèvent leurs droits de douane et les marchés s'isolent de plus en plus.

Néanmoins, il est possible de faire de réels progrès dans cette voie ; les trusts et les ententes entre producteurs, d'une manière générale, sont à même de connaître à la fois le coût de la production et les possibilités d'écoulement des produits; leur effort doit consister à limiter la production, non pas à un niveau arbitraire, mais à celui qui répond aux conditions du marché.

Pour en revenir à la balance des revenus, les ententes de cette sorte permettent de connaître les besoins du commerce colonial et international. L'Etat peut participer à

es recherches, grâce aux conseils économiques. La coordination de la production paraît, à l'heure actuelle, indispensable, bien qu'on n'en aperçoive pas les modalités pratiques et que l'on ne soit pas d'accord sur le rôle à attribuer à la puissance publique. Nombreux sont les partisans d'une économie dirigée, ce qui signifie sans doute que l'Etat contrôlerait le commerce international et les opérations de change qu'il nécessite.

Nous ne croyons pas qu'il y ait intérêt à développer le contrôle de l'Etat car l'emprise du pouvoir politique dans le domaine de la production donne des résultats dont chacun connaît les défauts. Ou bien la socialisation est complète, ce qui est admissible en théorie, ou bien il s'agit de simples restrictions, et c'est une entrave de plus aux relations internationales.

Le rôle véritable de l'Etat doit être différent. Grâce aux conseils économiques, il favorise les échanges de vues entre les producteurs. Ensuite et surtout, les pouvoirs publics doivent s'efforcer de conclure des ententes internationales, tant en ce qui concerne les conditions sociales du travail qu'en matière douanière, afin de créer des courants réguliers d'échanges avec l'étranger ou les colonies. Il faut, d'une manière générale, éviter l'isolement progressif de chaque pays et rétablir la confiance internationale, au lieu de fermer chaque marché en se donnant l'illusion de l'indépendance.

Le rétablissement de la liberté des échanges apparaît ainsi comme l'une des conditions essentielles d'un retour à l'équilibre. On oublie trop souvent que le progrès ne consiste pas en une hausse des prix mais en un développement des échanges, et que l'abaissement des tarifs douaniers, en faisant baisser les prix, favorise les relations internationales et, lorsqu'il s'agit de produits de première nécessité, diminue le coût de la vie.

Si, en définitive, on peut obtenir un changement dans la

mentalité internationale — changement que l'on a pu espérer il y a quelques années — et si, de cette manière, chaque pays retrouve son équilibre, les questions monétaires perdront une grande partie de leur importance ; on peut espérer qu'il s'établira, outre l'équilibre de la balance des revenus, un courant régulier de capitaux, tant à long terme qu'à court terme.

Le développement des prêts à long terme a été rendu difficile par les circonstances d'après-guerre. S'agissait-il d'emprunts d'Etat à l'étranger ? Leur remboursement était incertain, tant à cause des difficultés budgétaires et de l'insuffisance des réserves de devises qu'en raison des bouleversements politiques. Quant aux émissions de valeurs industrielles, elles se heurtaient à des obstacles semblables ; en outre, une fiscalité mal organisée les frappait le plus souvent dans le pays prêteur et dans le pays emprunteur. D'ailleurs, pour la plupart, les placements à long terme de la période d'après-guerre ont porté sur des titres d'Etat destinés à combler un déficit budgétaire ou à procurer des devises à un pays qui en manquait ; les emprunts des villes et des Etats allemands ont servi à financer des dépenses sociales ou militaires qui n'auraient dû être effectuées qu'au moyen de capitaux allemands, sinon avec les ressources purement budgétaires. Dans ces conditions, les chances de remboursement deviennent minimes lorsque la balance des revenus du pays débiteur est défavorable et que les nouveaux emprunts viennent aggraver la charge des intérêts à servir.

L'utilité des placements à long terme n'existe que s'ils permettent par la suite au pays emprunteur d'améliorer sa balance des comptes. Les émissions de valeurs industrielles, par exemple, se justifient par l'exportation des produits qu'elles permettent de fabriquer ; les emprunts d'Etat sont nécessaires s'ils servent à développer l'outillage du pays emprunteur. Au bout d'un certain temps, en bonne logique,

l'excédent d'exportations permet de rembourser la dette contractée. Mais, ici encore, il en a été différemment dans la pratique. Les pays prêteurs, en élevant leurs droits de douane, ont empêché leurs débiteurs de s'acquitter en marchandises, c'est-à-dire d'exporter suffisamment pour obtenir à leur tour des créances sur leurs prêteurs. Voilà donc une nouvelle incohérence qui se justifie d'ailleurs de la part des prêteurs. Prenons l'exemple des emprunts argentins aux Etats-Unis : ils ont servi à développer l'agriculture et l'élevage en Amérique du Sud ; en même temps, les Etats-Unis soutenaient leur propre agriculture ; comme les débouchés ne pouvaient pas s'étendre, la concurrence était inévitable et les Etats-Unis ne pouvaient que fermer leur marché au blé et au bétail d'Argentine. De même, malgré les emprunts roumains et yougoslaves, la France n'a pas importé assez de blé d'Europe Centrale. Le résultat de ces emprunts n'a pu être qu'un effondrement des cours et une crise agricole dans le monde entier.

Ces difficultés tiennent au fait que chaque pays veut se suffire à lui-même et qu'il n'y a plus, comme autrefois, une sorte de division du travail entre les pays producteurs de matières premières et de produits agricoles et ceux qui exportent des produits fabriqués. Chaque fois qu'un pays quelconque se développe, il fait concurrence à tous les autres et ceux-ci, créanciers ou non, lui ferment leurs frontières. La question des emprunts à long terme ne peut donc être résolue que si l'on trouve un moyen d'éviter la surproduction. Assistera-t-on à une spécialisation plus grande des entreprises ? Verra-t-on au contraire des ententes internationales destinées à limiter la production ? Il est impossible de le prévoir ; mais on peut craindre que ce ne soit l'une des plus grandes difficultés à résoudre à l'heure actuelle ; si l'excédent ou le déficit de la balance des revenus ne peuvent pas être compensés par des placements de capitaux à long terme, et si ceux-ci ne peuvent pas à la

longue rétablir l'équilibre, il se produit nécessairement des mouvements d'or et de devises dont on connaît les inconvénients.

Il est probable, dans ces conditions, que les placements à long terme n'absorberont pas, au cours des prochaines années l'excédent de la balance des revenus des pays créditeurs. Des efforts ont été tentés en France, cependant pour favoriser les émissions étrangères, mais l'impôt sur le revenu des valeurs étrangères, qui avait été abaissé, a été relevé de nouveau en juillet 1932. Seuls les emprunts d'Etat étrangers sont placés dans le public avec l'appui des pouvoirs publics; mais, dans une certaine mesure, les épargnants français ont appris à s'en méfier. Quant aux émissions de titres industriels étrangers, il n'est plus guère question de les développer; de nombreux pays ont suspendu leurs paiements extérieurs, d'autres ont une monnaie instable et tous subissent la crise qui ne les incite pas à emprunter. Aussi quand on reproche à la France de n'user de son pouvoir financier que dans un but politique, oublie-t-on les risques que comporterait un développement des prêts extérieurs. Mais il est possible et il faut souhaiter que, d'ici quelques années, le rétablissement de la confiance et l'abaissement des barrières douanières permettent de reprendre des placements de capitaux réguliers et productifs. S'il en était ainsi, le problème des capitaux à court terme trouverait de lui-même sa solution car il n'y aurait plus une masse aussi considérable de capitaux flottants; l'inflation de crédits, qui ne manque pas de se produire à chaque afflux important, serait résorbée et les déplacements d'or seraient réduits au minimum comme ils l'étaient, du reste, avant la guerre.

Avant que l'on puisse espérer un tel résultat, il est nécessaire de stabiliser les placements à court terme qui existent à l'heure actuelle; il faut éviter que des mouvements brusques de fonds ne provoquent des sorties et des entrées de métal-or. Il n'est au pouvoir de personne d'y

parvenir, sinon par le maintien forcé du *statu quo*. Ce n'est que par l'amélioration des conditions internationales et en rendant confiance au public dans la solidité des monnaies et des banques que l'on pourra éviter les paniques et rétablir un courant régulier d'échanges. Le retour à l'étalon-or et à la liberté des transactions paraît nécessaire pour remplir ces conditions. Il faut espérer qu'une heureuse issue des négociations internationales contribuera à rendre confiance au monde entier dans l'avenir des pays débiteurs, peut-être à la faveur d'une hausse plus ou moins psychologique des prix et des cours.

En tout cas, ce n'est pas en restreignant et en contrôlant les mouvements de capitaux que l'on pourra obtenir quoi que ce soit. Lorsqu'on voit, par exemple, l'Allemagne redresser volontairement sa balance des comptes grâce au contrôle des échanges et du commerce international, il est clair que ce résultat n'est atteint que grâce à une compression des importations, c'est-à-dire des exportations des autres pays. Ce n'est qu'une solution provisoire pour l'Allemagne et une aggravation de la crise pour toutes les nations qui ont besoin d'exporter pour vivre.

Nous n'apercevons actuellement que deux issues : d'un côté, la reprise de la liberté des transactions et de la confiance ; de l'autre, une inflation généralisée ; la crise financière se transforme partout en crise budgétaire, ce qui signifie, au bout d'un certain temps, l'emprunt et l'inflation si les recettes continuent à se réduire ; s'il en est ainsi, il est probable que les prix s'élèveront mais aussi que l'étalon-or sera temporairement compromis et il est impossible d'en prévoir les conséquences.

C'est donc le retour à la confiance internationale et à la liberté des transactions qu'il faut espérer, ainsi que la limitation de la production dans la mesure où elle est possible, c'est-à-dire grâce à des ententes nationales et internationales, — car nous ferons abstraction de l'hypo-

thèse d'une économie dirigée et socialisée dont l'U. R. S. S. donne l'exemple. La crise financière actuelle ne pourra cesser que si la liberté des transactions devient possible; tel est l'objectif principal d'une politique économique dans les conditions actuelles; il reste à savoir si l'on ne peut obtenir des résultats plus rapides et plus sûrs en modifiant le fonctionnement du système monétaire, ou en abandonnant l'étalon-or.

CHAPITRE II

LE GOLD-EXCHANGE-STANDARD ET LA B. R. I.

Pour éviter les mouvements d'or, il semble très simple de les remplacer par des déplacements de devises ayant la même valeur ; car, tandis que les réserves d'or s'épuisent, on peut créer des devises à l'infini ; si l'on généralise le gold-exchange-standard, on peut ainsi, semble-t-il, éviter les déplacements d'or, ou limiter leurs inconvénients. Il en est de même si l'on crée une monnaie internationale ou si l'on charge une banque d'émission internationale de fournir des devises aux pays qui en ont besoin.

Telles sont, présentées d'une manière très absolue, deux solutions proposées du problème de l'or. Toutes deux se résument en ceci : faut-il remplacer les mouvements d'or par des jeux d'écritures ? Peut-on créer une monnaie ayant cours dans tous les pays ? Faut-il que le même stock d'or serve de gage à toutes les monnaies, ou doit-on laisser jouer le mécanisme des gold-points ? Toutes ces questions se posent, tant à propos de l'étalon de change-or que s'il s'agit d'une banque d'émission internationale ou même d'une monnaie unique.

Ces idées ne sont pas simplement théoriques car, quoique le gold-exchange-standard semble presque abandonné, il conserve des partisans et, bien que jusqu'ici les opérations de la Banque des Règlements Internationaux n'aient pas pris une grande ampleur, ses statuts lui permettent de jouer un rôle en matière monétaire. Mais, en dehors de ces applications pratiques, de nombreuses suggestions ont été faites, sous une forme parfois confuse, de telle sorte qu'il est nécessaire de préciser des notions couramment employées mais différemment comprises.

Le gold-exchange-standard, tel qu'on en a proposé la généralisation, diffère du système actuellement en vigueur en France en ce sens que la convertibilité des billets en or n'est pas admise. C'est sous cette forme qu'il a été préconisé par la Conférence de Gênes, en vue de la stabilisation des monnaies. Les créances et les dettes des banques d'émission seraient réglées par des jeux d'écritures; un Français ayant besoin de dollars s'adresserait à la Banque de France qui les lui donnerait, soit sous forme de billets ou de traites, soit par une ouverture de crédit, et tout se traduirait par un débit à la Banque de France et par un crédit aux Etats-Unis correspondant aux francs que remet à la Banque de France le client français et aux dollars que celui-ci reçoit dans la banque américaine.

Sous cette forme absolue, le système ne répond pas en réalité au but qu'on lui assigne. Qu'arrivera-t-il, en effet, lorsqu'une banque d'émission aura épuisé son stock de devises ? Pourra-t-elle laisser son compte débiteur auprès des autres banques centrales s'enfler indéfiniment ? Et en quoi consistera la créance de ces autres banques ? Si c'est une promesse de payer en devises, elle ne sera pas tenue, sinon, cela ne correspond à rien puisqu'il est impossible de toucher à la réserve d'or.

Une réforme aussi absolue n'a d'ailleurs pas été envisagée sérieusement, et le gold-exchange-standard intégral, si l'on

peut dire, n'a été mis en pratique qu'à titre de régime transitoire. Nous n'en parlons que pour mémoire, afin de faire apparaître la difficulté : comment faire face aux demandes de change étranger sans toucher à la réserve d'or ? Nous verrons que ce n'est pas possible tant que l'on conserve des monnaies-or différentes et que seule une monnaie internationale pourrait peut-être dans l'avenir donner une solution.

Dans la pratique, le système de l'étalon de change-or n'a été qu'une solution temporaire de la crise de l'or et, au bout d'un certain temps la convertibilité des billets en or a été rétablie, au moins sous la forme de l'étalon-or-lingots ; mais il en est resté une trace très importante, puisque la plupart des législations admettent maintenant les devises comme couverture de leurs billets. Le régime actuel est hybride : ce n'est ni l'étalon-or-lingots ni l'étalon de change-or, mais plutôt tous les deux à la fois, — car on peut concevoir un système de gold-bullion-standard où les devises ne seraient pas admises, système qui a été en vigueur en Angleterre de 1925 à l'abandon de l'étalon-or.

La critique du gold-exchange-standard, tel qu'il subsiste, a été faite en particulier par le Professeur Mlynarski dans ses différents ouvrages, dans les mémoires qu'il a adressés à la Délégation de l'Or et dans plusieurs articles de la *Revue d'Economie Politique* (1) ; les idées qui y sont exposées sont à peu près universellement admises à l'heure actuelle.

On sait que le gold-exchange-standard permet d'éviter les déplacements d'or et de diriger le marché des échanges. La banque d'émission peut intervenir pour acheter ou pour vendre des devises étrangères ; elle donne ainsi une contrepartie aux demandes ou aux offres excessives ; en même

(1) Voir notamment F. Mlynarski. La réforme du gold-exchange-standard, dans la « *Revue d'Economie Politique* », mars-avril 1932.

temps, elle provoque ou elle empêche des mouvements spéculatifs. L'intervention de la Banque a sur le marché un effet psychologique appréciable et permet d'éviter dans une certaine mesure les variations brusques des cours ; le point d'entrée ou de sortie d'or n'est atteint que si l'institut d'émission n'intervient pas et les déplacements d'or sont plus rares.

Ce n'est pas seulement sa propre encaisse que la banque peut défendre de cette manière : elle peut être amenée à soutenir des monnaies étrangères et à acquérir des devises, soit à la suite d'une ouverture de crédit, soit en réescomptant des traites étrangères, soit en se portant acheteur sur le marché des changes. C'est sous cette forme que la coopération des banques d'émission, tant réclamée au cours des dernières années, s'est réalisée, sans grande efficacité d'ailleurs ; différents crédits, notamment, ont été consentis et utilisés pour la défense de la livre sterling et du reichs-mark en 1931.

Le gold-exchange-standard permet donc de contrôler le marché des changes et, éventuellement, d'intervenir sur plusieurs marchés à la fois, par l'intermédiaire des banques locales. Il permet également à un pays dépourvu d'or d'en acquérir facilement ; profitant d'une tendance à la hausse du change national, la banque d'émission acquiert des devises qu'elle peut convertir en or si bon lui semble ; elle peut aussi les conserver en portefeuille. Comme elle a acquis ces devises en contrepartie d'une émission de billets, elle a pu accroître ses engagements sans surcroît d'or. Tout semble donc se solder par une économie de métal-or ; mais les inconvénients apparaissent si l'on prend en considération le pays dont la monnaie sert de gage à la circulation fiduciaire des autres pays.

En premier lieu, lorsque la banque d'émission qui possède des devises veut s'en débarrasser, elle demande son remboursement et acquiert de l'or auprès des instituts

d'émission correspondants. Il en résulte alors une brusque diminution des dépôts dans les banques intéressées et une perte d'or inattendue. La banque détentrice de devises peut, au contraire, les vendre sur le marché des changes, ce qui entraîne vraisemblablement une hausse du cours du change national et une entrée d'or. C'est ce qui s'est produit, par exemple, en juin 1932, lorsque la Banque de France s'est débarrassée des dollars qu'elle possédait.

Lorsqu'il en est ainsi, le pays dont la monnaie est recherchée pour sa stabilité n'est plus maître de sa politique monétaire ; il est à la merci d'une décision d'une autre banque d'émission ; celle-ci a donc un pouvoir de pression dont elle peut se servir pour des raisons tout autres que la défense de son encaisse. En pratique, quoi qu'on en ait dit, cet inconvénient n'a pas été très sensible. Il faut reconnaître d'ailleurs qu'il peut exister même lorsque les devises ne sont pas admises par les banques d'émission comme couverture de leurs billets ; en effet, les banques privées et les particuliers possèdent, eux aussi, des devises et ils peuvent les convertir, soit sur le marché des changes, soit contre de la monnaie-or étrangère. Si, par exemple, les banques d'un pays déterminé convertissent en monnaie nationale leurs avoirs à l'étranger, les effets en sont tout-à-fait analogues à ceux des ventes ou des conversions de devises par la banque d'émission. La plupart des financiers britanniques s'y sont trompés et c'est ainsi que le rapatriement des avoirs français d'Angleterre et d'Amérique à l'époque de la stabilisation du franc a été interprétée, pendant un certain temps, comme un accaparement de l'or par la Banque de France. Ce que l'on peut dire, c'est que l'adoption du gold-exchange-standard a pour effet d'accroître le volume des disponibilités à court terme. Lorsque les disponibilités à vue de la Banque de France s'élevaient à 16 milliards de francs, auxquels il fallait ajouter 18 à 20 milliards de francs d'effets escomptés à l'étranger, il en

résultait un développement des dépôts à court terme des banques étrangères, constamment exposées à des demandes de remboursement. Les dirigeants des banques fédérales de réserve l'avaient bien compris et c'est pour cette raison qu'ils se sont efforcés de neutraliser l'effet de ce grossissement artificiel des dépôts. Ils n'y sont pas parvenus et l'excès des disponibilités à court terme a conduit à l'inflation que l'on connaît. L'admission des devises comme couverture de la circulation permet donc à une même quantité d'or de servir de gage à plusieurs monnaies et de favoriser un double développement du crédit. Supposons que la Banque de France achète à une banque quelconque un million de dollars ; elle émet un montant correspondant de francs-papier qu'elle remet à son vendeur ; elle se trouve en même temps créditrice d'un million de dollars auprès d'une banque américaine ; celle-ci a pu se servir de ce dépôt pour effectuer des placements ; la banque qui a vendu le million de dollars dispose de 25 millions de francs qu'elle place également. Jusqu'ici, rien n'est changé à l'actif et au passif des deux banques ; dès le moment où une banque française possède des dollars à titre de dépôt, la réserve métallique américaine sert de gage à la fois aux opérations de la banque américaine et à celles de la banque française dans la mesure où celle-ci a placé des fonds correspondants à ses avoirs en dollars. Mais, en 1928, on a vu apparaître un inconvénient spécial au gold-exchange-standard : les banques américaines se sont servi d'une partie de leurs avoirs pour spéculer à la hausse du franc ; le million de dollars que venons de supposer permettait ainsi à la banque américaine d'acheter des francs à la Banque de France ; celle-ci obtenait en contrepartie un million de dollars en dépôts dans la banque américaine, ce qui représentait pour celle-ci une nouvelle faculté de placement et le circuit pouvait recommencer.

Dans ce cas surtout, le gold-exchange-standard est un

système inflationniste et si l'on peut concevoir et souhaiter un élargissement du crédit, alors que le stock d'or du monde peut apparaître comme insuffisant, les inconvénients apparaissent lorsque, pour une raison ou pour une autre, une banque d'émission ou une banque quelconque se débarrasse de ses devises. L'inflation qui résulte du gold-exchange-standard est donc néfaste parce qu'elle peut être suivie brusquement d'une déflation rapide. Il est vrai que l'institut d'émission qui possède des devises évite de les convertir lorsque son correspondant ne dispose que d'une encaisse-or insuffisante; mais alors, que la stabilité de la devise étrangère soit compromise et la banque d'émission créditrice s'expose à des pertes de change.

Au cours des dernières années, l'importance du stock de devises des banques d'émission a considérablement diminué, soit que l'on ait cherché à éviter ces inconvénients, soit que les pays débiteurs aient utilisé leurs devises pour faire face aux sorties de capitaux. En France, en Suisse, aux Pays-Bas, où les devises n'ont pas cessé d'affluer, c'est une action volontaire de l'institut d'émission qui a permis de les convertir. On sait que les disponibilités à vue de la Banque de France ne s'élèvent plus qu'à 4 milliards environ; grâce à la réserve d'or très puissante des Etats-Unis, il a été possible de convertir progressivement la plupart des devises afin d'éviter les inconvénients qui viennent d'être analysés.

Est-ce à dire que l'on doive abandonner définitivement les restes du gold-exchange-standard? La pratique de l'or sous dossier ou « carmarked » si on ne la généralisait, serait vraisemblablement la meilleure solution. Déjà une partie des devises possédées par les banques d'émission est garantie par de l'or mis « sous dossier » et ne pouvant servir de gage de la monnaie du pays où le métal est conservé. Lorsqu'une banque d'émission possède des avoirs à vue auprès d'une autre banque d'émission, celle-ci réserve spécialement

un montant d'or correspondant. L'avantage de cette pratique est de permettre les règlements de comptes entre les banques d'émission sans déplacement d'or ; mais il ne s'agit plus en réalité de gold-exchange-standard, car l'or sous-dossier appartient à l'institut d'émission créancier ; on évite simplement les frais onéreux de transferts qui s'effectuent souvent en deux sens opposés à peu d'intervalle. Il est vrai que la centralisation de l'encaisse métallique permet de constituer un trésor de guerre ; mais lorsqu'il n'existe aucun risque de ce genre entre deux pays, c'est un point de vue négligeable ; du reste, à la moindre menace, le pays créancier peut demander son remboursement et rapatrier l'or qu'il possède.

Il va sans dire qu'il ne s'agit que des rapports des banques entre elles ; c'est pourquoi l'on propose de n'admettre comme couverture de la circulation fiduciaire, en dehors de l'or, que les créances sur des instituts d'émission étrangers ; c'est en effet le seul moyen d'éviter le processus d'inflation qui peut se produire à l'heure actuelle, mais c'est en même temps l'abandon du gold-exchange-standard ; il se peut que la banque d'émission, sans mettre l'or sous dossier, se borne à faire figurer à un poste spécial sa dette vis-à-vis de l'étranger ; dans ces conditions, l'or resterait libre, mais la banque serait astreinte à d'autant plus de prudence que sa dette serait plus élevée ; l'inflation serait limitée mais non supprimée.

En définitive, pour éviter l'inflation de crédits, on renonce à peu près totalement au système ; il n'en reste que l'idée d'une compensation entre les créances et les dettes des banques d'émission entre elles et celle de l'inutilité de certains déplacements effectifs de métal-or ; et c'est ici que peut intervenir la Banque des Règlements Internationaux.

Beaucoup d'espoirs ont été fondés sur la création d'un organisme bancaire international, et de nombreuses suggestions ont été émises. Allait-on créer une véritable

monnaie internationale ? La nouvelle banque jouerait-elle le rôle de régulateur international du crédit ? Pourrait-elle donner une solution satisfaisante à la question des transferts et des changes en général ? Beaucoup d'idées ont été agitées assez confusément et l'acte qui a créé la B. R. I. n'est pas très explicite.

Jusqu'à présent, les opérations bancaires qui ont été effectuées n'ont pas une grande importance; le bilan de la B. R. I., après avoir atteint 2 milliards de francs-suisse (10 milliards de francs français environ) a commencé à décliner par suite de la crise financière et de l'irrégularité des changes. Mais, même si l'on estime que, sous sa forme actuelle, la B. R. I. ne pourra pas réaliser grand'chose, il se peut qu'aujourd'hui ou demain une banque internationale prenne une grande importance et il est intéressant de savoir jusqu'où pourra s'étendre son action.

L'idée la plus simple est de la considérer comme une sorte de chambre de compensation des devises, destinée à éviter les déplacements d'or. Chaque banque d'émission mettrait une réserve de devises à la disposition de l'institut central, que nous appellerons la B. R. I. pour plus de commodité et celle-ci effectuerait entre elles les compensations possibles. Libre d'acheter et de vendre des devises contre de l'or, elle pourrait également se procurer des devises au moment opportun et même intervenir sur les différents marchés des changes.

Ainsi se trouvent liés le gold-exchange-standard limité ou non aux relations entre les banques d'émission et l'action d'une banque internationale telle que la B. R. I. Par l'intermédiaire de l'organisme central, les banques d'émission pourraient se procurer, contre un montant équivalent de monnaie nationale, les devises étrangères dont elles ont besoin, sans recourir au marché des changes.

Arrivera-t-on par ce moyen à supprimer les mouvements d'or ? Certainement pas. Supposons un pays dont la balance

des comptes est déficitaire : ayant besoin de devises, il s'adresse à la banque internationale à laquelle il ne peut offrir que sa propre monnaie ou de l'or ; la monnaie dont il s'agit s'accumulera donc à la banque internationale tandis que les devises demandées se raréfieront. Au bout d'un certain temps, la Banque n'acceptera plus les devises qu'on lui offre et demandera de l'or.

Cet exemple théorique montre qu'il n'est pas au pouvoir d'une banque internationale de supprimer les difficultés des changes ; elle peut tout au plus les régulariser lorsqu'il se produit un mouvement passager et de faible amplitude. A plus forte raison, n'est-ce pas de la B. R. I. qu'il faut attendre une redistribution de l'or. Tant que l'on conserve des monnaies nationales distinctes, la valeur de l'une d'elles par rapport aux autres dépend nécessairement de l'offre et de la demande ; la banque internationale, comme toutes les banques d'émission, peut temporairement modifier soit l'offre, soit la demande, mais elle ne peut pas agir indéfiniment dans le même sens.

Ce premier rôle de la banque internationale ne peut donc être qu'assez limité, mais ce n'est pas le seul qu'on lui attribue. La B. R. I. doit, dans la pensée de ses fondateurs et de ses dirigeants, faciliter la distribution internationale du crédit, elle doit montrer à toutes les banques le sens dans lequel elles doivent orienter leur politique de crédit et faciliter les mouvements internationaux de capitaux qu'elle juge utiles. La B. R. I. dispose en effet de dépôts des banques d'émission ; elle possède également des avoirs qu'elle peut engager à long terme : ce sont ceux qui proviennent de son capital et de ses réserves ; elle doit donc consentir des crédits à long et à court terme dans la mesure de ces disponibilités. Elle peut ainsi prêter des devises étrangères aux banques d'émission et même aux entreprises qui en ont besoin, et la sécurité de ses placements est d'autant plus grande qu'elle dispose des meilleurs

renseignements et que la haute valeur de ses dirigeants et le contrôle international qui s'exerce nécessairement sur chacune de leurs décisions constituent des garanties de bon emploi des fonds dont elle dispose.

Cette idée est plus intéressante que la précédente et elle a reçu un commencement d'application pratique grâce aux dépôts des banques d'émission à la B. R. I., dépôts qui ont dépassé 200 millions de francs suisses, soit près d'un milliard de francs français. La B. R. I. a pu consentir des prêts de devises à l'Allemagne ; elle a commencé en outre à placer des fonds à long terme.

Dès les premières années, les difficultés sont devenues évidentes, en particulier en 1931, lorsque la circulation des capitaux a subi les restrictions que l'on connaît. Comme tous les prêteurs, la B. R. I. s'expose à n'être pas remboursée ou à subir un moratoire plus ou moins long. Pour qu'il en fût autrement, il faudrait qu'elle puisse s'opposer aux retraits de capitaux par des prêts correspondants ; or, elle est limitée par le montant des dépôts qu'elle possède et ceux-ci, en période de crise, se restreignent par suite du désir des banques d'émission de concentrer leur actif. Que peut faire une banque qui peut placer en tout et pour tout un milliard de francs, lorsqu'en quelques mois les mouvements de capitaux pour un seul pays dépassent 10 milliards ? Si elle subit les conséquences d'une telle instabilité, la B. R. I. s'expose à des pertes de change ou aux risques de moratoire ; si, en même temps, elle est exposée à des retraits de dépôts, sa situation est difficile et l'on ne conçoit pourtant pas qu'une banque internationale tombe en faillite.

Du reste, si l'on développait ce système de crédit, on en reviendrait à peu de choses près au gold-exchange-standard ; en effet, les devises prêtées par la B. R. I. serviraient par définition de couverture aux engagements de la banque d'émission du pays emprunteur ; tout se passerait comme si les autres banques d'émission avaient elles-mêmes prêté

ces devises ; car d'une part, le compte courant créditeur du premier institut d'émission auprès de la B. R. I. aurait pour contrepartie une émission de billets ou un dépôt dans le pays créditeur ; et en même temps les devises prêtées serviraient de gage aux engagements de la banque débitrice ; la même couverture serait donc utilisée dans deux pays différents.

Il ne faut pas par conséquent, attendre d'une banque internationale une régularisation des placements de capitaux ; si l'on développe ses opérations de crédit on crée une véritable inflation et la banque s'expose à n'être pas remboursée lorsque les pays débiteurs ne peuvent pas faire face à leurs engagements extérieurs. Si l'on se borne à quelques opérations partielles, on peut obtenir de bons résultats ; des prêts de la B. R. I. peuvent venir en aide à une banque d'émission qui se trouve temporairement à court de devises étrangères, mais le rôle de l'organisme international est alors beaucoup plus limité et les difficultés essentielles subsistent.

Il ne faut pas perdre de vue le fait que le problème consiste à rétablir un équilibre entre la demande et l'offre de chaque monnaie ; il ne peut être résolu que si la balance des revenus est équilibrée et si les placements de capitaux s'effectuent normalement ; ou bien il faut chercher quelque chose de tout différent et c'est pourquoi l'on propose la création d'une monnaie internationale.

Nous entrons alors dans le domaine de la théorie, mais il est intéressant de confronter quelque idées afin de chercher si rien ne peut en être retenu.

S'il existait une monnaie internationale ayant cours légal dans tous les pays du monde (on suppose que ce soit réalisable), elle pourrait se concevoir de diverses manières ; elle pourrait se juxtaposer aux différentes devises ou s'y substituer ; elle pourrait être gagée ou non par de l'or.

L'hypothèse la plus simple est celle où la banque internationale émet des billets sans porter atteinte au privilège des autres instituts d'émission. Dans chaque pays, deux monnaies sont en circulation, monnaies nationale et internationale, de la même manière qu'actuellement l'or est utilisée pour les paiements extérieurs tandis que les billets n'ont cours qu'à l'intérieur. On se heurterait aux mêmes difficultés lorsqu'il faudrait trouver des moyens de règlement extérieurs, à cette différence près que l'on pourrait s'adresser au réescompte de la banque internationale.

Voilà donc un système théorique qui peut paraître séduisant mais qui ne résiste pas à l'examen. Sans même parler de la loi de Gresham, la véritable difficulté consisterait dans la couverture des billets internationaux ; s'ils sont convertibles en or, le réescompte des effets et des traites par la banque internationale est limité par la nécessité du remboursement avec intérêts et par la proportion entre l'encaisse et les engagements de la banque internationale. Un pays débiteur devra donc, au bout d'un certain temps, renoncer au secours de celle-ci et verra réapparaître les difficultés de change.

Faut-il donc unifier toutes les monnaies et laisser le monopole de l'émission à la banque internationale ? Cela peut se concevoir de deux manières. On peut, en premier lieu, imaginer une monnaie indépendante de l'or, une sorte de monnaie dirigée internationale ; mais comment les billets seraient-ils émis ? A qui les remettrait-t-on ? On ne l'aperçoit pas car il n'y aurait plus d'étalon monétaire. A supposer qu'on se borne à remettre des billets aux détenteurs actuels de monnaie-or, il serait possible de donner, grâce au réescompte, des facilités de crédit à tout le monde : mais on ne voit pas par quel moyen les emprunteurs pourraient rembourser les crédits qu'on leur ouvrirait et, par surcroît les intérêts ; la banque serait créancière de plus de billets qu'elle n'en a émis, ce qui est absurde.

La création d'une monnaie-or internationale qui, elle, est plus logique, permettrait à la fois d'éviter les difficultés de change et de conserver un régulateur du crédit ; mais il faudrait encore que les différents pays du monde aient une politique économique suffisamment cohérente pour former un véritable bloc.

Avant cette époque hypothétique, il est permis de penser que le rôle d'une banque internationale est nécessairement limité. La B. R. I. peut, dans une certaine mesure, faciliter la coopération des banques d'émission et, éventuellement, agir elle-même pour régulariser les mouvements de devises ; ses statuts l'autorisent à acquérir des devises et de l'or et à effectuer des opérations de crédit. C'est pourquoi nous pensons que le maintien du gold-exchange-standard, simplifié et modifié, doit aller de pair avec le contrôle des mouvements internationaux de capitaux par la B. R. I. dans toute la mesure où ce contrôle est possible ; mais il ne faut pas attendre d'une banque internationale ce qu'elle ne peut pas donner : une solution de la crise, ni une redistribution de l'or.

CHAPITRE III

ETALON-OR ET MONNAIE DIRIGEE

Les résultats que l'on peut attendre dans le domaine purement économique étant assez aléatoires et ni la généralisation du gold-exchange-standard, ni l'intervention d'une banque internationale ne pouvant donner une solution complète et satisfaisante au problème de l'or, force est bien de chercher autre chose. N'est-il pas possible de mieux utiliser l'or et d'éviter les inconvénients qui résultent de son inégale distribution? Faut-il même abandonner complètement l'étalon-or? La question est à l'ordre du jour et il est nécessaire d'apporter un peu de clarté là où trop souvent le parti pris et l'inexactitude règnent en maîtres. Si, en effet, la B. R. I. et la plupart des théoriciens et des dirigeants des grandes banques d'émission reconnaissent qu'il n'existe pas d'autres systèmes viables, de nombreux financiers étrangers vont au contraire jusqu'à prévoir le jour où la France et les Etats-Unis seront pauvres malgré tout leur stock d'or, tandis que la Grande-Bretagne, enfin débarrassée de « l'illusion de l'or », disposerait d'un régime qui lui donnerait à la fois la stabilité des prix, la facilité du crédit et la prospérité.

L'idée d'une monnaie dirigée n'est pas nouvelle et l'on a désigné par là des systèmes très différents. Le but à atteindre est la stabilité des prix, par la régularisation des moyens de paiement ; si l'on parvient à manœuvrer la circulation et le crédit dans le sens convenable, les prix doivent rester stables. Tel est le point de départ ; mais ici les partisans de la monnaie dirigée se séparent. Certains disent que le Federal Reserve Board a dirigé le dollar jusqu'en 1929 grâce aux opérations sur le marché libre. D'autres, comme Irving Fisher, entendent par monnaie dirigée le changement de titre de la monnaie suivant les variations de l'indice des prix. D'autres enfin, comme les financiers britanniques, parlent d'une monnaie dirigée inconvertible, complètement indépendante de l'or.

Aux Etats-Unis, l'attitude prise par le Federal Reserve Board consistait à favoriser ou à décourager le crédit, sans souci de l'encaisse-or, à seule fin de régulariser le marché des capitaux ; si les capitaux affluaient, les banques de réserve vendaient des titres d'Etat afin de retirer du marché le surcroît de fonds disponibles. On pensait de cette manière pouvoir régulariser le volume du crédit et l'adapter aux nécessités de l'industrie et des transactions boursières. Tout en maintenant la convertibilité en or, le Federal Reserve Board s'efforçait de rendre le dollar indépendant de sa couverture métallique.

En fait, les deux objectifs, stabilité des prix et régularité du crédit n'ont pas été atteints, quoi qu'on en ait cru à un moment donné. Nous avons montré précédemment quelle a été l'importance des mouvements d'or et nous avons vu que, pour exercer une action efficace sur le marché, les banques de réserve auraient dû posséder un portefeuille de titres d'Etat beaucoup plus considérable que celui dont elles disposaient réellement ; en 1928, elles n'ont pas pu poursuivre leurs opérations, faute de titres.

Malgré son échec, il faut tirer de cette tentative plusieurs

leçons. Tout d'abord, toute autre politique eût été impossible ; normalement en effet, lorsque les capitaux affluent dans un pays donné, la banque d'émission abaisse son taux d'escompte ; à ce moment, les capitaux se portent vers d'autres places où ils trouvent une rémunération plus élevée ; mais aux Etats-Unis il n'était pas question d'abaisser le taux de l'escompte, à cause des besoins de crédit dûs à la spéculation.

En outre, la tentative de monnaie dirigée aurait peut-être réussi si elle n'avait pas été incomplète. Pour qu'il y ait une « direction », il faut qu'il y ait un contrôle, non seulement du volume du crédit, mais aussi de son utilisation ; or, ni l'un ni l'autre n'ont pu être exercés en pratique. Le crédit n'a pas pu être endigué parce qu'il existe depuis la guerre un amas inaccoutumé de capitaux à court terme ; l'afflux des dépôts étrangers, l'insuffisance des placements extérieurs à court terme de la part des Américains ont permis à une masse de capitaux flottants de s'employer sur le marché des titres car les prêts à la spéculation étaient pour eux un débouché commode et rémunérateur ; comme il n'était pas au pouvoir des banques de réserve d'empêcher les banques affiliées d'effectuer les placements qui leur plaisaient, le contrôle devenait impossible. Pour qu'il en fût autrement, il aurait fallu d'abord que la législation concernant la proportion entre les dépôts des banques membres et leur encaisse fût plus stricte et mieux respectée ; en outre, les banques de réserve auraient dû pouvoir contrôler les placements des banques membres si celles-ci ne s'astreignaient pas volontairement à suivre les indications de l'organisme central, — ce qui est d'autant plus difficile à obtenir que les placements les plus dangereux sont les plus rémunérateurs.

Ceci dit, faut-il généraliser le système américain ? Faut-il introduire en France et ailleurs les opérations sur le marché libre ? Cela ne semble pas nécessaire. Il est évident que

l'achat et la vente de titres permettent de contrôler le crédit sans avoir recours au taux de l'escompte qui peut avoir d'autres effets, notamment celui d'attirer ou de repousser les capitaux étrangers ; politique du taux de l'escompte vis-à-vis de l'étranger, opérations sur le marché libre à l'intérieur, tel est, à première vue, le meilleur système ; mais, si l'on regarde les choses de près, il n'en est rien. Supposons que la Banque de France vende des titres d'Etat : l'opération se traduira par une diminution des fonds liquides des banques ; celles-ci, pour se procurer de l'argent, auront recours au réescompte ou mettront en pension leurs bons de la Défense ; aucun résultat ne sera atteint. Aux Etats-Unis, les opérations sur le marché libre ont leur raison d'être dans le marché de l'argent à très court terme ; lorsqu'une banque de réserve vend des titres, les banques membres n'ont pas recours au réescompte : elles dénoncent une partie de leurs prêts aux brokers. De même, lorsque la Banque d'Angleterre vend des effets ou des titres, les banques anglaises diminuent leurs avances aux courtiers de change. Ce ne sont donc que des procédés locaux et d'ailleurs empiriques. Aux Etats-Unis, si la situation redevient normale, les opérations sur le marché libre doivent perdre de leur importance, car les prêts aux brokers et la spéculation ne doivent pas reprendre l'amplitude qu'ils ont atteinte en 1929 ; si le marché de l'argent au jour le jour perd son importance, la situation deviendra analogue à celle de la France ; une vente de titres se traduira nécessairement par un recours au réescompte. Dans ces conditions, mieux vaut élever immédiatement le taux de l'escompte officiel.

En Angleterre il n'en est pas tout-à-fait ainsi. Les opérations sur le marché libre ont un effet indirect sur le marché des changes et sur l'escompte des effets et des acceptations étrangers. La vente d'effets sur le marché libre a en effet pour conséquence une diminution de la liquidité

des Joint Stock Banks ; celles-ci dénoncent une partie de leurs crédits aux courtiers de change qui sont obligés de restreindre leurs opérations. La Banque d'Angleterre a ainsi un moyen d'action très efficace sur les crédits de réescompte consentis à l'étranger : en vendant des effets, elle les restreint ; en achetant des effets, elle les augmente. Lorsque des effets sont ainsi réescomptés, cela correspond à des opérations de change ; c'est en définitive sur le marché des changes que la Banque d'Angleterre exerce son action et ces opérations sur le marché libre sont d'autant plus nécessaires que le taux d'escompte officiel n'a pas d'influence directe à cause du peu d'importance des effets réescomptés.

En France, les achats et les ventes de devises par la Banque de France peuvent permettre de régulariser le marché des changes et la structure du marché de Paris oblige les banques qui ont besoin d'argent liquide à faire réescompter des effets ou des Bons de la Défense. Le taux d'escompte officiel est donc beaucoup plus important et ses variations entraînent généralement celle du taux hors banque ; les opérations sur le marché libre auraient ainsi pour conséquence des variations du volume des effets réescomptés et provoqueraient de la part de l'institut d'émission une politique de l'escompte. On se heurterait donc de toute manière à l'obstacle que l'on cherche à éviter : l'élévation du taux de l'escompte, qui a des effets opposés à l'égard du crédit et à l'égard des mouvements de capitaux.

Il faut retenir de la tentative de monnaie dirigée, à ce premier sens du terme, que la banque d'émission doit se préoccuper avant tout de régulariser les mouvements de capitaux ; l'action du taux de l'escompte est beaucoup plus efficace au moins en temps normal, sur l'entrée des capitaux que sur les prix ; on sait combien d'autres influences s'exercent sur ceux-ci et comment au contraire les capitaux disponibles ont tendance en temps normal à chercher la rémunération la plus forte. Que la banque d'émission n'hésite pas à

élever son taux d'escompte si l'on s'enfuit, même si l'industrie doit en souffrir pendant quelque temps. Les opérations sur le marché libre peuvent bien compenser provisoirement les sorties d'or, mais elles ne peuvent pas empêcher qu'un pays constamment débiteur ne s'appauvrisse et ne souffre, tôt ou tard, d'une insuffisance de réserves monétaires. Il est vrai que l'on propose, pour remédier à cet inconvénient, une réduction générale de la proportion exigée des banques d'émission entre leur encaisse et leurs engagements. L'indépendance vis-à-vis de l'or serait, croit-on, mieux assurée si les banques d'émission n'avaient pas constamment le souci de défendre leur encaisse ; en outre (mais nous laisserons de côté cette question), on remédierait à l'insuffisance du stock d'or mondial par rapport aux besoins de monnaie. Du point de vue de la répartition de l'or, il n'y aurait aucun changement appréciable car l'importance de l'encaisse doit être proportionnée aux risques de remboursement ; un pays débiteur doit conserver plus d'or, un pays créancier beaucoup moins et il semble illogique d'unifier les législations sur ce point.

Les financiers anglais se sont vantés d'avoir réalisé une économie d'or lorsque l'encaisse de la Banque d'Angleterre est tombée bien au-dessous des 150 millions de livres jugés nécessaires par le Comité Cunliffe ; mais, lorsque l'étranger a perdu confiance, lorsque la livre sterling a été attaquée, il a été impossible de la défendre car les opérations sur le marché libre sont inefficaces contre les mouvements de grande ampleur et contre les effets d'une spéculation étrangère et des retraits de capitaux étrangers. C'est pourquoi il est certain que la politique du taux de l'escompte doit avoir pour objectif le contrôle des mouvements de capitaux plutôt que la restriction ou l'extension du crédit à l'intérieur ; grâce à l'entente des banques d'émission, l'un et l'autre peuvent être conciliables si d'un commun accord on parvient à élever ou à abaisser tous les

taux officiels. Même s'il en est ainsi, la politique d'escompte n'est pas toujours efficace car il peut se faire que le taux hors banque soit différent du taux officiel ; c'est néanmoins la meilleure et, en France notamment, la seule possible.

Il reste peu de choses à dire des autres systèmes de monnaie dirigée qui ont été critiqués dès leur apparition ; il serait inutile d'en parler si les événements récents ne leur avaient pas donné un regain de faveur.

On connaît le plan d'Irving Fisher, le dollar-marchandise dont le titre devrait varier en fonction de l'indice des prix ; lorsqu'on reconnaît à certains indices que le niveau des prix va s'élever, il faudrait, d'après Irving Fisher, augmenter le titre de la monnaie ; une réaction se produirait aussitôt et les prix resteraient stationnaires. Lorsque l'on assisterait au début d'une baisse, on diminuerait le poids d'or de l'étalon monétaire d'une manière correspondante.

Ce serait là, à n'en pas douter, une solution commode pour éviter la baisse des prix, surtout si elle n'était adoptée que dans un seul pays. Prenons l'exemple des États-Unis à l'heure actuelle et supposons que l'on diminue le titre du dollar : les étrangers pourraient avec le même poids d'or acquérir plus de dollars et par conséquent plus de marchandises américaines ; les prix s'élèveraient jusqu'au niveau des prix mondiaux et, pendant ce temps, il existerait une prime à l'exportation. Dans l'état actuel des législations, chaque pays est libre de modifier, légalement ou par le cours forcé, le titre et le poids de son unité monétaire : il peut, par conséquent, profiter par étapes successives d'une dévaluation arbitraire, ce qui serait une manière originale de détourner l'idée de Fisher en l'exagérant.

En réalité, le système d'Irving Fisher n'est destiné qu'à assurer la stabilité des prix ; mais il se heurte à deux obstacles différents. D'abord, qu'est-ce que la stabilité des prix ? Ce n'est que la stabilité de la moyenne des prix d'un

certain nombre d'articles plus ou moins arbitrairement choisis; il est impossible de déterminer une fois pour toutes les articles qui doivent être choisis et leur coefficient de pondération — outre les difficultés relatives à la méthode statistique employée pour déterminer les moyennes recherchées.

En second lieu, et c'est l'argument essentiel, une monnaie qui n'a pas de rapports fixes avec les autres monnaies s'oppose aux transactions avec l'étranger. Les ressortissants d'un pays qui pratiquerait ce système ne pourraient libeller leurs dettes extérieures qu'en monnaie stable, et ils seraient incapables de prévoir ce que vaudrait leur dette le jour de l'échéance. Les partisans de la monnaie dirigée le savent et ils sacrifient la stabilité des changes à la stabilité des prix qu'ils prétendent obtenir ; mais ils ne tiennent pas compte des réactions des prix extérieurs sur les prix nationaux et ils prétendent agir efficacement sur les prix par des moyens purement monétaires, ce qui est impossible, comme nous avons essayé de le montrer.

Aussi utopique est l'idée anglaise d'une monnaie sans or. Le fonctionnement de l'étalon-or, soutient-on, s'est trouvé complètement faussé au cours des dernières années ; l'abondance de l'or dans certains pays, la rareté des moyens de paiement dans tous les autres n'ont pas exercé leur influence sur les prix et n'ont pas pu rétablir l'équilibre de la balance des comptes ; si, par une coopération des banques d'émission, on ne peut pas obtenir un fonctionnement plus rationnel du système de l'étalon-or, il faut l'abandonner complètement et créer une monnaie indépendante de l'or.

Pour justifier cette idée, on donne d'abord souvent un argument tout-à-fait insoutenable : l'or, dit-on, a été pratiquement rendu inutile par la pratique de l'étalon-or lingots, qui l'a fait disparaître et l'a remplacé par des billets. Il est bien évident que ce n'est qu'une apparence car les

billets restent convertibles en or et c'est le métal-or qui sert de régulateur aux transactions internationales ; c'est l'adoption de l'étalon-or par tous les principaux pays qui donne naissance à un équilibre entre les différents niveaux des prix.

Mais voici des arguments plus sérieux. L'important, prétend-on, est d'obtenir la stabilité des prix, et pour cela il est nécessaire de proportionner le volume des moyens de règlement aux besoins de la consommation et des échanges ; le système de l'étalon-or ne permet pas d'atteindre ce résultat ; le souci de la défense de l'encaisse de la banque d'émission oblige celle-ci à limiter ses engagements. Si la monnaie est inconvertible, la banque d'émission est libre d'émettre des billets et de consentir des crédits dans la mesure où elle le juge utile. Et l'on fait remarquer que la monnaie n'a pas de valeur en soi ; que ce qui inspire confiance, ce n'est pas la possibilité de remboursement en or, mais plutôt la certitude d'acquérir avec un certain nombre d'unités monétaires une quantité déterminée de marchandises. On montre encore qu'il importe, du point de vue du progrès économique, que les prix soient stables avec une légère tendance à la hausse et l'on affirme qu'une monnaie inconvertible et dirigée permettrait d'éviter la baisse des prix et les crises qui en résultent.

Supposons que l'on puisse obtenir réellement la stabilité des prix grâce à une politique monétaire appropriée : le problème ne sera cependant pas résolu. Les créances et les dettes vis-à-vis de l'étranger pourront se trouver en déséquilibre et le cours des changes variera sans limites ; lorsque, par exemple, la livre sterling sera offerte et le dollar demandé, le cours de la livre baissera ; qu'une spéculation intervienne et les cours pourront subir des écarts considérables. Qu'advient-il alors des transactions internationales ? Elles ne seront plus effectuées sur une base sûre ; de même les opérations financières seront difficiles car

les créances et les dettes exprimées en monnaie étrangère auront une valeur variable ; le marché de Londres, qui réclame une monnaie sans or, aurait ainsi lui-même à en souffrir.

Ce n'est pas tout, car la stabilité des prix ne pourrait pas davantage être réalisée ; le prix de revient des matières premières importées de l'étranger serait très variable et les débouchés se modifieraient rapidement. L'action de la banque d'émission deviendrait à peu près impossible, faute de pouvoir envisager en temps opportun tous les éléments.

Nous arrêtons là ces critiques, bien que d'autres arguments puissent être invoqués, notamment tous ceux qui sont relatifs à l'efficacité de la politique de crédit de la banque d'émission. Il faut se rendre compte que le problème de l'or est international ; c'est celui de l'équilibre des créances et des dettes de chaque pays, et de la balance des paiements en général ; supprimer l'or, ce n'est pas supprimer la difficulté, c'est la rendre plus aiguë ; le cours des changes peut rester stable lorsque la monnaie est inconvertible à la condition que l'offre et la demande de chaque devise se fasse équilibre ; mais, à partir du moment où il n'en est plus ainsi, la hausse ou la baisse ne sont plus limitées et toute la vie économique du pays intéressé s'en trouve bouleversée, même si la banque d'émission décide d'élever ou d'abaisser son taux d'escompte.

Du reste, n'est-il pas frappant de voir là Banque d'Angleterre acheter de l'or sur le marché libre, tandis qu'une grande partie de l'opinion britannique réclame l'abandon définitif de « l'illusion de l'or » ? Que l'économie britannique ait ressenti un soulagement lorsque la livre sterling a commencé à se déprécier, c'est certain ; mais que les fluctuations de la livre sterling soient sans influence sur le commerce extérieur de la Grande-Bretagne, c'est impossible.

On peut affirmer, il est vrai, que la baisse du change

donne une prime aux exportations et a tendance à rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande de la monnaie dévaluée; mais encore faut-il que l'excédent d'exportations vienne compenser exactement le déficit de la balance des comptes ; il ne peut en être ainsi que par hasard. L'amplitude des mouvements de hausse ou de baisse d'une monnaie inconvertible dépend avant tout de la spéculation et celle-ci est très variable ; les exportations, au contraire, augmentent ou diminuent beaucoup plus lentement et rien ne prouve que l'équilibre est atteint.

La vérité est donc que si l'étalon-or doit être pratiquement abandonné pendant un certain temps par de nombreux pays, ceux-ci doivent tout faire pour le rétablir. Ses défauts sont nombreux, il est vrai, mais il ne faut pas oublier que la question la plus importante est celle des rapports des monnaies entre elles ; que les mouvements d'or ne sont que la conséquence des déséquilibre des balances des revenus et des mouvements de capitaux ; que l'important pour chaque pays est d'équilibrer ses créances et ses dettes, ses emprunts et ses placements. Aux illusions de la monnaie dirigée, il faut donc préférer les défauts de l'étalon-or.

CONCLUSION

La question de l'or est devenue depuis quelque années un problème d'actualité ; il ne s'agit plus seulement de querelle entre partisans et adversaires de telle ou telle théorie monétaire ; publicistes, politiciens et banquiers prennent parti et le problème monétaire passe insensiblement du plan économique sur le plan politique.

Si, comme nous avons essayé de le faire, on étudie les faits objectivement, il faut reconnaître que, de toutes les solutions proposées, la redistribution de l'or est la plus mauvaise et la plus difficilement réalisable. Nous avons critiqué la monnaie dirigée, l'inflation, le gold-exchange-standard parce qu'ils ne résolvaient pas le problème sous ses deux aspects : stabilité des prix, équilibre de la balance des comptes. Un nouveau partage du métal-or, s'il était possible, ne le résoudrait pas davantage ; non seulement il serait provisoire, mais encore il n'aurait pas nécessairement pour effet de maintenir les prix à un niveau déterminé ; il n'en serait ainsi que si le niveau des prix dépendait uniquement de la quantité de monnaie en circulation et si celle-ci était exactement proportionnelle à l'encaisse de chaque banque centrale ; ni l'une ni l'autre de ces deux propositions n'étant soutenables, il est impossible de pré-

sumer que le maintien d'une encaisse-or à un niveau quelconque permettrait de stabiliser les prix.

Du reste, comment concevoir une nouvelle distribution de l'or ? Va-t-on décider que les banques d'émission « riches » vont céder une partie de leur encaisse à celles qui manquent d'or ? Quelle compensation recevront-elles ? On n'en aperçoit aucune ; et il ne faut pas oublier que l'encaisse-or est la garantie des engagements de la Banque ou, en d'autres termes, que chaque fois qu'un lingot d'or entre dans les caves de la banque d'émission (abstraction faite des bénéfices qu'elle réalise), il existe en contrepartie une dette de la banque vis-à-vis du client qui lui apporte ce lingot. Retirer une partie de son stock d'or à un institut d'émission, ce serait le mettre dans l'impossibilité de faire face à ses engagements.

Tout cela n'est qu'une vérité d'évidence, mais il est peut-être bon de la rappeler et de montrer que l'on ne peut supprimer quelques milliards à l'actif sans les remplacer par un actif correspondant. Donnera-t-on aux banques riches en or une créance sur les autres instituts d'émission à concurrence du montant d'or qu'elle leur prête ? On retombe alors au milieu des difficultés ; ou bien il s'agit d'une créance à vue et tout se passe comme si l'or restait à la disposition entière de la banque créancière car l'institut d'émission débiteur ne pourra pas s'en dessaisir ; ou bien, ce ne sera qu'une créance à terme ; ce n'est alors qu'une simple avance de banque d'émission à banque d'émission, et non une véritable redistribution de l'or. Il faut certainement souhaiter que les avances de ce genre se généralisent et que l'entr'aide se poursuive afin que chaque pays puisse retrouver son équilibre ; mais il y a loin de là à une véritable redistribution de l'or puisqu'en fin de compte le métal ne change pas de propriétaire ; ce n'est qu'une transition, un moyen pour les banques d'émission de surmonter une crise passagère ; ce n'est nullement une

solution de la question monétaire puisque le remboursement des avances ne peut s'effectuer qu'une fois l'équilibre atteint.

La confusion qui règne dans beaucoup d'esprits au sujet de la distribution de l'or vient du fait que l'on ne distingue pas suffisamment les deux questions, celle des prix et celle de la balance des comptes et que l'on sacrifie celle-ci qui est essentielle à celle-là, qui est accessoire. Le problème de la répartition de l'or n'est pas un problème de prix ; il consiste avant tout en la recherche d'un équilibre des échanges et des mouvements de capitaux entre tous les pays ; en d'autres termes, quoique assez improprement, les mouvements d'or sont intéressants en tant que conséquences d'autres phénomènes plus qu'en tant de cause de fluctuations des prix. Pour le résoudre, ce n'est pas à la monnaie qu'il faut s'attacher.

C'est pourquoi, lorsque la France est accusée d'accaparement, lorsqu'on la taxe de mauvais vouloir si elle s'oppose à une redistribution de l'or, on méconnaît le fond des choses. Au cours des dernières années, une sorte de campagne politique s'est dessinée dans certains pays voisins, afin d'exciter l'opinion publique contre l'or de la Banque de France, considéré comme le symbole de la richesse et de l'égoïsme de notre pays. La France, a-t-on dit, cherche à profiter de sa richesse pour imposer sa volonté à ses voisins ; elle cherche à obtenir la suprématie de son marché financier et surtout des avantages politiques. Il n'en est rien ; ce n'est pas en France qu'il est nécessaire de rappeler les nombreux crédits consentis par la Banque de France aux instituts d'émission voisins, au cours de la crise actuelle, et les efforts de collaboration qui ont été faits.

Il est certainement regrettable que l'étude des questions monétaires puisse se transformer en discussion politique et que certains pays choisissent leurs théories économiques suivant leurs intérêts. En ce qui concerne la répartition de

l'or, aucune grande réforme ne peut être réalisée, de telle sorte que si la question devait être soulevée devant une conférence internationale, une discussion stérile ne manquerait pas de s'engager, qui ne contribuerait pas à l'apaisement international.

Il ne peut y avoir de solution, tant à la crise monétaire qu'à la crise économique générale, que si tout concorde à rétablir la prospérité et si les transactions internationales peuvent s'effectuer librement et normalement ; pour cela, il est nécessaire que les esprits s'apaisent et que les querelles entre nations fassent place à un désir de collaboration et à la volonté de réaliser une œuvre positive. Le particularisme de chaque pays, l'agitation politique se mêlant aux questions de finance internationale, le protectionnisme douanier poussé à l'extrême sont autant d'obstacles qu'il faudra surmonter. Peut-on l'espérer ? Il est certain que chaque pays tient, qui à ses droits protecteurs, qui à sa suprématie financière ; la mentalité actuelle ne se prête peut-être pas au retour à un état de choses plus rationnel et plus normal ; c'est cependant la seule issue, en dehors d'une aggravation de la crise, avec toutes les conséquences monétaires, économiques et sociales qu'elle pourrait comporter.

Vu : Le Président de thèse :

Roger PICARD.

Vu : Le Doyen :

H. BERTHELEMY.

*Vu et permis d'imprimer,
Le Recteur de l'Académie de Paris :*

S. CHARLETY.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES FRANÇAIS OU TRADUITS EN FRANÇAIS

Ouvrages spéciaux sur la répartition de l'or

AFTALION (A.). — *L'Or et sa Répartition mondiale*, Paris (Colin), 1932.

BORIS (G.). — *Le problème de l'Or et la crise mondiale*. Paris (Payot), 1931.

PANDELE. — *La Répartition de l'or dans le monde après l'assainissement des monnaies européennes*. Paris, 1928.

RIST (Ch.). — *La question de l'or*. Paris 1930.

Principaux ouvrages généraux.

AFTALION (A.). — *Monnaie, prix et change*. Paris (Sirey), 1927.

Monnaie et industrie. Paris (Sirey), 1928.

- ARNAUNÉ (A.). — *La Monnaie, le crédit et le change*. (7^e édition, Alcan).
- COSTE (P.). — *Les grands marchés financiers*. Paris, 1932.
- DESCAMPS (J.). — *Les changes étrangers*. (1921).
Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits. Conférences organisées par la Société des Anciens Elèves et Elèves de l'Ecole libre des Sciences Politiques. Paris (Alcan), 1932.
- FILIPPI. — *La stabilisation des prix*. Thèse, Paris 1929.
- GUILLAUME (G.). — *Sur les fondements de l'économique rationnelle*. Paris (Gauthiers-Villars), 1932.
- HORBOSTEL. — *La vitesse de circulation de la monnaie*. Thèse, Paris, 1929.
- LAZARD (J.-P.). — *La baisse des prix et ses problèmes*. Paris (Sirey), 1921.
- LESCURE. — *Les crises de surproduction*. (2^e édition, 1931).
- MENDÈS-FRANCE (P.). — *Contribution à l'étude de la B. R. I.* Paris (Sirey), 1932.
- NOGARO (B.). — *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*. Paris (Giard), 1924.
- OUALID (W.). — *Leçons sur la monnaie et les problèmes monétaires*. Paris (Sirey), 1927.
- POMMEERY (L.). — *Changes et monnaies*. Paris (Giard), 1926.
- POSE. — *De la théorie monétaire à la théorie économique*. Paris (Sirey), 1929.
- RIST. — *Cours d'économie politique 1930-31 et 1931-32*.
- RUEFF (J.). — *La monnaie (statique)*. Paris (Payot), 1927.
- BURGESS. — *Les Banques fédérales de réserve et le marché monétaire de New-York*. (Trad. Paris, 1930).

CASSEL. — *Monnaie et change après 1914.*

Traité d'économie politique.

FISHER (Irving). — *Le pouvoir d'achat de la monnaie.*

L'illusion de la monnaie stable.

KEYNES (J. Maynard). — *La réforme monétaire.* Paris (Kra), 1924.

Memorandum sur la monnaie et les Banques Centrales (2 volumes, Genève, 1925).

WITHERS (Hartley). — *Qu'est-ce que la monnaie?* Trad. française avec préface de M. Ch. Rist, 2^e édition, Paris, Giard, 1932.

Documents officiels

Premier rapport provisoire de la Délégation de l'Or du Comité financier de la S. D. N. — Genève, 1930.

Deuxième rapport provisoire de la Délégation de l'Or. — Genève, 1931.

Rapport final de la Délégation de l'Or. — Genève, 1932.

Documents soumis à la Délégation de l'Or et publiés par la S. D. N. en 1930 et en 1931.

Revue, périodiques et journaux

Revue d'Economie Politique, en particulier le numéro de mars-avril 1932, consacré aux problèmes monétaires.

Revue Politique et Parlementaire.

Revue Economique Internationale.

L'Europe Nouvelle, notamment le numéro du 18 avril 1931
consacré à la Question de l'or.

L'Economiste Français.

Le Capital, *l'Information*, *le Temps*, *le Journal des Débats*.

OUVRAGES ETRANGERS

Grande-Bretagne et Empire Britannique

BROWN. — *England and the new gold standard 1919-1926* (1929).

CASSEL. — *Money and foreign exchange after 1914* (1922).

COLE. — *Gold, credit and unemployment* (Londres 1930).

COPLAND. — *Credit and currency control* (1930).

EINZIG (P). — *The fight for financial supremacy*. (Londres, 1931).

International gold movements (1929).

FEAVEAREY. — *The pound sterling* (Oxford, 1931).

GREGORY (T. E.). — *Central Bank policy*.

First year of the gold standard.

HARRIS. — *Monetary problems of the British Empire* (New-York, 1931).

HAWTREY (R. G.). — *Currency and credit* (2^e édition, 1923).

The gold standard in theory and practice (Londres, 1927).

Trade and credit (1928).

- HAYEK. — *Prices and Production* (1931).
- KEYNES (J. M.). — *A tract monetary reform* (1924).
A treatise on money, 2 vol. 1930).
- International Gold Problem (The)*. A record of the
discussions of a study group of members
of the Royal Institute of International Affairs 1929-
1931 (Oxford, 1931).
- LAVINGTON. — *The english capital market* (1929).
- LEHFELDT. — *Gold, prices and Witwaatersrand* (1919).
- Mc KENNA. — *Post-war banking policy* (1928).
- MLYNARSKI (F.). — *Gold and central banks* (1928).
The functioning of the gold standard. (Genève
1931).
- PIGOU (A. C.). — *Industrial fluctuations* (1927).
A study in public finance (1928).
- POWELL. — *Evolution of the money market* (1925).
- RICARDO. — *High price of bullion*.
Letters to Malthus.
- ROBERTSON. — *Banking policy and the price level*.
- SALTER (A.). — *Recovery. The second effort* (1932).
- SHAW (W. A.). — *Currency, credit and exchange* (1927).
Theory and practice of central banking (1930).
- STRAKOSCH (H.). — *Gold and the price level*. — 3^e supplé-
ment de l'*Economist*, 5 juillet 1930.
- WADIA (P. A.). et JOSHI. — *Money and the money market in
India* (1926).
- WITHERS (Hartley). — *Meaning of money*.
Britain's Industrial Future. — *Report of the Liberal Indus-
trial Enquiry*. 1928,

Committee on Finance and Industry Report — MacMillan
Chairman (1931).

Discours prononcés aux assemblées annuelles des Big Five.

Statistical abstract of the United Kingdom.

Board of Trade Journal.

Journal of the Royal Statistical Society.

*The Economist ; the Economic Journal ; Banker's Magazine ;
the Statist.*

ETATS-UNIS

ANGELL. — *Theory of International Prices* (1926).

BEACH (W. E.). — *International gold movements in relation
to business cycles* (thèse Harvard, 1929).

BURGESS (W. R.). — *The Reserve Banks and the money
market* (New-York, 1927).

DAVIDSON. — *Central Reserve banking* (1929).

FISHER (Irving). — *The money illusion* (1928).
The stock market crash and after (1930).

KISCH. — *Central Banks* (1930).

LAWRENCE. — *Stabilization* (1928).

REED (H. L.). — *The development of the Federal Reserve
Policy* (1922).

SIMOND et THOMPSON. — *The american way to prosperity*
(1928).

WARBURG (P. M.). — *The Federal Reserve System ; its origin
and growth* (New-York, 1930).

WILLIS. — *The Federal Reserve System* (1923).
Federal Control of investment banking urged.

Federal Reserve Bank Board. — Annual Report.

Federal Reserve Board. — Annual Report.

Federal Reserve Bulletin.

American Economic Review.

The Annalist.

ALLEMAGNE

BECKERATH (H.). — *Reichsbank und Privat Kreditinstitut* (1924).

*Die Gefahren übermässiger Auslandskredite für
Währung und Wirtschaft* (1927).

BENDIXEN. — *Das Wesen des Geldes* (1926).

BOSCH. — *Die Kreditrestriktion der Reichsbank* (1926).

DALBERT. — *Deutsche Währungs und Kreditpolitik von 1923
bis 1926* (1926).

*Deutschen Banken (die) 1924 bis 1926. Einzelschriften zur
Statistik des deutschen Reichs* (Berlin, 1927).

DERNIS. — *La renaissance du crédit en Allemagne* (Paris,
1928).

*Economic conditions in Germany to July 1930. Report by
Thelwall and Edwards* (Londres, 1930).

EYNERN (G. von). — *Die Reichsbank* (1925).

HAHN (A.). — *Geld und Kredit* (1924).
Goldvorteil und Goldvorurteil (1924).

HELFFERICH (K.). — *Das Geld*, (6^e édit. 1923).

HERMANT (P.). — *Les paradoxes économiques de l'Allemagne
moderne* (Paris 1931).

HERRMANN (K.). — *Die Zukunft des Goldes* (1926).

LUMM (K. von). — *Diskontpolitik* (1926).

Present (the) economic state of Germany (New-York, International Conciliation 1932, N° 279).

PRION. — *Kapital und Betrieb. Finanzierungsfragen der deutschen Wirtschaft* (1929).

ROSCH. — *Kreditinflation und Wirtschaftskrisen* (1927).

SCHACHT (Hjalmar). — *Die Stabilisierung der Mark* (1927).

WELTER. — *Le krach de l'Allemagne. La Revue économique de la Frankfurter Zeitung pour 1931* (Paris, Le Soudier, 1932).

Wirtschaft des Auslandes 1900-1927.

Rapports de l'Agent général des Réparations 1926-1928.

Reports of Commission of the Reichsbank (2 volumes par an, 1924-1928).

Rapport du Comité d'Etudes réuni sur l'initiative de la Conférence de Londres (1931).

Rapport du Comité d'enquête spécial (Bâle, 23 décembre 1931).

Rapport du Comité des créanciers étrangers (Berlin, 23 janvier 1932).

Handwörterbunch der Staatswissenschaften.

Die Bank. — Bank Archiv. — Frankfurter Zeitung, etc.

TABLE DES MATIÈRES

<i>Introduction</i>	7
<i>Première Partie. — Causes et effets de la répartition de l'or</i>	11
Chapitre I. Les causes des déplacements d'or	11
Chapitre II. L'or et le niveau des prix	23
§ 1. Le pouvoir d'achat de l'or	24
§ 2. Le crédit et les banques	31
§ 3. Les conséquences des déplacements d'or..	43
Chapitre III. L'étalon-or et la période d'après-guerre	51
§ 1. Les mouvements d'or en France depuis la stabilisation de 1928	53
§ 2. La politique monétaire des Etats-Unis	66
§ 3. La politique de l'or en Allemagne.....	88
§ 4. L'Angleterre et l'étalon-or	101
<i>Deuxième Partie. — La Politique de l'or</i>	113
Chapitre I. La régularisation des mouvement de l'or..	117
Chapitre II. Le gold-exchange-standard et la B.R.I....	129
Chapitre III. Etalon-or et monnaie dirigée	143
<i>Conclusion</i>	155
<i>Bibliographie</i>	159

LA RENAISSANCE (Imprimerie)

11, Cité Dupetit-Thouars, 11

PARIS
